



日本銀行政策決定会合と金融政策の効率性

藤原, 賢哉

(Citation)

国民経済雑誌, 190(6):67-91

(Issue Date)

2004-12

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/00055971>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/00055971>



日本銀行政策決定会合と金融政策の効率性

藤 原 賢 哉

本稿では、日本銀行内部の政策決定プロセスに注目し、政策委員会（政策決定会合）での多数決による政策決定メカニズムが、経済全体の厚生を反映した政策決定と等しいかどうかについて検討した。本稿の結論は以下の通りである。政策委員会での政策決定メカニズムのもとでは、最適な金融政策が常に実行される理論的保証はなく、政策委員間の利害対立を反映して、金融政策が過度に現状維持的なものになる危険性がある。実際、現実の政策決定会合での投票行動や議決結果を観察すると、2000年8月のゼロ金利政策解除から翌年2月の金融緩和決定までの6ヶ月間に関して、過度な現状維持政策が採用された可能性が小さくない。また、同様の問題は、将来、景気回復やデフレ経済からの脱却が本格化し、金融政策の変更（インフレ・ターゲットの導入等も含む）を検討する際にも生じうる。

キーワード 政策決定会合、多数決原理、慣性、インフレーション・ターゲット

1 はじめに

日本銀行の金融政策をめぐっては、デフレ経済下におけるインフレーション・ターゲット導入の是非やゼロ金利下における金融政策のあり方（量的緩和）といったマクロ政策上の問題に議論が集中する傾向があるが、日本銀行内部の政策決定メカニズムに焦点を当てた研究は比較的少ない。

わが国の日本銀行法に関しては、バブル経済の反省とその後の旧大蔵省の金融監督行政に対する批判を受けて、1998年4月、日本銀行の政府からの独立性を強化する形で、約半世紀ぶりに、改正が行われた。そのおもな改正点は、従来の日本銀行法で規定されていた大蔵大臣の日本銀行総裁に対する「業務命令権」（旧法第43条）および「解任権」（旧法第47条）の廃止、総裁・副総裁の任命に関する衆参両議院の同意、最高意志決定機関である政策委員会の組織改革である。政策委員会については、従来は、日本銀行総裁、産業界代表の任命委員（4名）、議決権を持たない政府代表委員（2名）の計7名で構成されてきたが、改正後は、総裁、副総裁（2名）、審議委員（6名）の合計9名となり、政府代表者については、政策委員のメンバーからはずし、オブザーバーとしての地位にとどめた（但し、委員会において意

見を述べたり、議決の延期を提案したりすることは可能である)。政策委員会(政策決定会合)については、現在、月2回の割合で定期的に開催されており、その議事録に関しても要旨が一定期間後(約6週間後)に公開され、政策運営の透明性(説明責任)は、以前に比べて高まっている。

このような日本銀行に関する制度変更は、金融政策の決定に大きな影響を及ぼすと考えられる。実際、新法施行以前では、政府が明示的に「業務命令権」や「解任権」が発動することとはなかったものの、しばしば暗黙的な形で、政策運営に圧力をかけてきたと言われている。¹⁾政策委員会についても、形式上は旧法においても、最高意志決定機関と位置づけられていたにも関わらず、現実には、政府の政策決定の追認機関、さらには「スリーピング・ボード」であると揶揄されていた。

従来の日本銀行の金融政策に関する分析は、日本銀行を一つの経済主体とみなして分析する傾向が強く、中央銀行内部の意志決定問題、とりわけ政策委員会(政策決定会合)における政策決定のメカニズムについて明示的に分析した研究は少ない。また、インフレーション・ターゲットの是非に関しても、金融政策を一定のルールの下で行うメリット(信認、当局による情報伝達)²⁾に焦点が当てられており、政策決定の硬直性(慣性)³⁾が持つ負の側面については議論されていない。

そこで、本稿では、日本銀行法の改正を、政府から政策委員会への政策決定権限の委譲(政府から日本銀行への命令というスタイルから政策委員会での多数決決定というスタイルに変更)と解釈し、集団的な政策決定のもつ問題点、とりわけ政策決定の硬直性(慣性, inertia)の問題について議論することにしたい。

本稿の構成は以下の通りである。まず、第2節では、政策委員会における政策決定プロセスのモデル化を行う。第3節では、第2節のモデルの均衡結果(および選択される政策結果)を導き出すと共に、その下での政策決定のバイアスについて言及する。第4節では、実際の政策決定会合における投票行動や採決の結果を調査し、モデルの現実妥当性と今後の金融政策への含意を述べる。第5節では、本稿の結論を述べると共に分析上の課題や今後の拡張について言及する。

2 政策決定会合のモデル化

2.1 モデルの枠組み

(政策委員会のメンバーと政策選択肢に対する選好)

投票権を持つ政策委員会のメンバーは3名で、一人は日本銀行総裁、他の二人は日本銀行以外の外部委員であるとする。外部委員のうち一名は、政府や経済界に立場に近い委員、もう一人は、日本銀行と政府・経済界の間の中立的な立場にある委員、であるとする。以下で

は、簡単にするために、日本銀行総裁を「日銀」委員、政府や経済界に近い委員を「政府・経済界」委員、両者の中間的な立場の委員を「中立」委員と呼ぶことにする。

これら3人の政策委員の金融政策に対する選好は、マクロ経済の状態を表す未知のパラメータ $\theta \in \{-1, 0, 1\}$ に応じて、次のように与えられているものとする。但し $>$ は選好関係（左が右よりの方が好ましい）を表しており、金融政策の選択肢は、A（金融引締め）、S（現状維持）、B（金融緩和）の3種類であるとする。

表1 各委員の選好

	日 銀	中 立	政府・経済界
$\theta = -1$ の時	$A > S > B$	$A > S > B$	$A > S > B$
$\theta = 0$ の時	$A > S > B$	$S > A = B$	$B > S > A$
$\theta = 1$ の時	$B > S > A$	$B > S > A$	$B > S > A$

つまり、「日銀」委員は、どちらかと言えば、（物価安定を重視して）金融緩和よりも金融引き締めを選好する委員であり、これに対して、「政府・経済界」委員は、（景気拡大を重視して）金融引き締めよりも金融緩和を選好する委員であると想定する。そして「中立」委員は、両者の中間的な選好を持ち、社会全体の選好は、中立委員のそれに一致すると仮定する。このような各委員の選好の置き方については、異論があるかもしれないが、日本銀行法改正以前の時期において、日本銀行と政府・経済界が、金融政策のあり方をめぐって、しばしば対立（日本銀行が金融引き締めを主張する一方で、政府が引き締めに反対）してきたことは紛れもない事実であり、上記のような想定も、ある程度妥当性をもつと考える。また、両者の間では、常に利害が対立しているわけではなく、 $\theta = -1$ および $\theta = 1$ の時には政策の選好は一致していることに注意が必要である。つまり、経済状態が極端な場合（例えば明らかにインフレが心配されるケースや不況が深刻なケースなど）には、政策に関する両者の選考は一致しており、それ以外のケース（ $\theta = 0$ ）で、利害が対立すると考えるのである。⁴⁾

（政策委員会の議決）

政策委員のメンバー3人は、各自投票権を持ち、政策の選択は、多数決によって行われるものとする。但し、政策委員会の議長は中央銀総裁が務めるものとし、議長は、政策に関する3つの選択肢A（金融引締め）、S（現状維持）、B（金融緩和）のうち、どれを投票に付すか決定するものとする。⁵⁾そして、他の二人のメンバーは、議長が提案した政策の選択肢について、賛成か反対かの投票を同時に行い、どちらかが賛成した場合には賛成多数でその政策が実行に移されると仮定する（議長は、ある政策を提案した場合には、必ず、その政策に賛成票を入れると仮定する）。逆に、議長が提案を行っても他の二人が反対に回る場合には、その提案は否決され、議長は他の政策を提案しなければいけないと想定する。また、仮に、新

たに行われた提案に関しても反対多数で否決された場合には、議長は、最後に残った政策を提案し、この場合は実質的に最後の提案が自動的に可決され则认为（過去に一度否決された提案は二度と投票に付すことができず、さらに全ての政策提案を否決することは、政策メンバー全員にとって非常なコストであり、実質的にこれを拒否することは不可能であると仮定する^{6) 7)}）。

（ θ に関する情報の収集活動とレポートの提出）

経済の状態に関するパラメータ θ は、事前には未知であるが、日銀委員および政府・経済界委員は、議案提出・採決に先立ち、一定のコスト（ K ）をかけて、 θ に関する情報収集活動を同時に行い、政策委員会に対して、 θ に関するレポート（報告）を行うものとする。実際の政策委員会（政策決定会合）においても、執行部（日本銀行）が経済状況について見方を提示する一方で、オブザーバーとして出席している政府関係者（財務省と内閣府）も経済情勢に対する見方を表明しており、上のような想定は不自然ではない。もちろん、中立委員についても、経済情勢に対する見方を表明することは可能であるが、情報収集力の面において、日銀や政府・経済界に比べて劣り、情報収集活動およびレポート報告は、事実上、日銀委員と政府・経済界委員のみが行うものと仮定する（厳密には、政府・経済界委員は、自らは情報収集活動を行わず、政府出席者が代行しているとみなす）。また、レポート報告は、両者（日銀、政府・経済界）で同時に行われるものとする。

具体的には、日銀、政府・経済界が得た θ に関する標本情報を、それぞれ x_C , x_G とおくと（情報収集コストは十分に小さく、両者は情報収集を行うと仮定）、 x_i ($i=C, G$) は、 -1 , 1 , $\tilde{\phi} \equiv (-1, 1)$ の3通りのケースを取りうるとする。

真の θ が与えられている下での x_i の生起確率（条件付き確率）は、下記の通りであり、の値は、情報収集者以外の第三者には観察不可能であるとする。

$$\begin{aligned}
 \Pr(x_i = -1 | \theta = -1) &= z\alpha \\
 \Pr(x_i = 1 | \theta = -1) &= z(1-\alpha) \\
 \Pr(x_i = \tilde{\phi} | \theta = -1) &= 1-z \\
 \Pr(x_i = -1 | \theta = 1) &= z(1-\alpha) \\
 \Pr(x_i = 1 | \theta = 1) &= z\alpha \\
 \Pr(x_i = \tilde{\phi} | \theta = 1) &= 1-z \\
 \Pr(x_i = -1 | \theta = 0) &= z/2 \\
 \Pr(x_i = 1 | \theta = 0) &= z/2 \\
 \Pr(x_i = \tilde{\phi} | \theta = 0) &= 1-z \quad (\alpha > 1/2)
 \end{aligned} \tag{1}$$

すなわち、 $x_i = -1$ および $x_i = 1$ は、 α が十分大きい限り、それぞれ $\theta = -1$, $\theta = 1$ を示すシグナルであり、 $x_i = \tilde{\phi}$ は θ に関して何ら追加的な情報をもたらさないことを意味している。

また、双方の委員が獲得する情報は、それぞれ独立的に分布すると仮定し、かつ、上記の条件付き確率については、共有知識を持っていると考える。

さらに、 θ に関して追加情報を得ないときの θ の確率分布（事前分布）は、

$$\begin{aligned} \Pr(\theta = -1) &= q \\ \Pr(\theta = 0) &= 1 - 2q \\ \Pr(\theta = 1) &= q \end{aligned} \quad (1/2 > q) \quad (2)$$

であり、このような状況を ϕ という記号で表すことにする。この場合、 $x_i = \tilde{\phi}$ は、情報的な価値においては ϕ と同等であるということになる。

ところで、双方の委員が行うリポートについては、真実に得た情報とは別の報告を行うことが限定的に可能であるとする。つまり、仮に真の情報に $x_i = \tilde{\phi}$ であったとしても $x_i = -1$ あるいは $x_i = 1$ とレポートすることが可能であるが、真の情報が $x_i = -1$ or 1 である場合には、情報を操作することはできないと仮定する。例えば、 $x_i = -1$ を金融引き締めを示唆（支持）する調査結果（統計データ）、 $x_i = 1$ を金融緩和を示唆（支持）する調査結果（統計データ）、 $x_i = \tilde{\phi} \equiv (-1, 1)$ を金融引き締めと緩和の双方を支持する相反する（両義的な）調査結果（統計データ）と解釈すると、統計データの内容を直接改竄することはできないが、統計データの結果をそのまま提出するか、あるいは、相反する調査結果のうち片方のデータだけを提出するかは選択可能と考えるのである。つまり、以下では、 $x_i = \tilde{\phi}$ 時のみリポートの信憑性の問題が発生することになる。⁸⁾

（ θ に関する追加情報が与えられた下での各委員の選好）

情報 x_i が与えられたもとの各委員の選好について、次のように仮定する。

まず、日銀に関しては、 $x_C = -1$ （または $x_C = \tilde{\phi}$ ）を得たときは、 $A > S > B$ という選好を持つのに対して、 $x_C = 1$ を得たときには、 $B > S > A$ の選好を持つと仮定する。一方、政府・経済界は、 $x_G = 1$ （または $x_G = \tilde{\phi}$ ）を得たときは、 $B > S > A$ という選好を持つのに対して、 $x_G = -1$ を得たときには、 $A > S > B$ の選好を持つと仮定する。

次に中立委員については、自ら情報収集活動を行わないものの、他の委員からのレポートや提案・投票行動を通じて、 θ に関して追加情報を得る可能性がある。本節では、中立委員の選好に関して、それぞれ、 $x_i = -1$ の場合には $A > S > B$ の選好、 $x_i = \tilde{\phi}$ の場合には $S > A = B$ の選好、 $x_i = 1$ の情報の場合には $B > S > A$ の選好を持つと想定する。また、 $x_j = \tilde{\phi}$ であることは確信しているものの、 x_i に関しては不十分な情報しか持っていない場合については、 x_i が 1 あるいは $\tilde{\phi}$ であることは理解していても、どちらであるかわからない場合には $B > S > A$ を、 x_i が -1 あるいは $\tilde{\phi}$ であることは理解していても、どちらであるかわからない場合には $A > S > B$ の選好を持つと想定する。

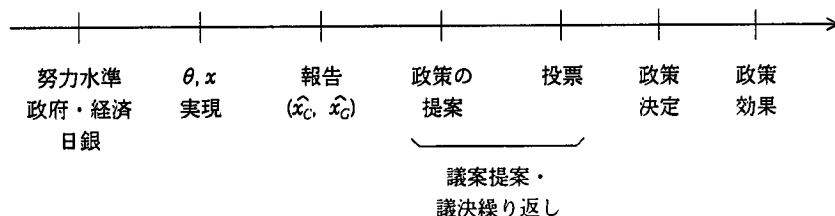
同様に、日銀委員に関しても、自ら得た情報が $\tilde{\phi}$ である場合に、政府・経済界委員が得て

いる情報に関して不十分な情報しか持っていない場合（自らの情報が $x_C = \bar{\phi}$ であり、かつ、 x_G が1であるかであるかのどちらかであることのみがわかっている場合）には、日銀は、Sを最も好むと想定する。政府・経済界についても全く対称的に、自らの情報が $x_G = \bar{\phi}$ であり、かつ、 x_C が-1であるか $\bar{\phi}$ であるかのどちらかであることのみがわかっている場合には、政府・経済界は、Sを最も好むと想定する。

3 政策決定会合における多数決ゲームの均衡と政策結果

前節の政策決定会合のモデルのゲームのタイミングを図示すると図1のようになる。以下では、まず、日銀、政府・経済界委員のレポート ($\hat{x}_C, \hat{x}_G$) が行われた後において、どのような政策提案および議決が行われるのか検討することにしよう（但し、 $x_i = \bar{\phi}$ の時にはそれぞれ $\hat{x}_C = -1$, $\hat{x}_G = 1$ としか開示しないものとする）。また、解の多様性の問題をできるだけ回避するため、中立および政府・経済界委員にとって、議案に賛成することと反対することが無差別である場合には反対すると仮定しておく。

図1 政策決定のプロセス



3.1 ($\hat{x}_C, \hat{x}_G$) が行われた後の各委員の選好と多数決の結果

(($\hat{x}_C, \hat{x}_G$) = (-1, -1) のケース)

このケースでの各委員の政策に対する選好は、前節の仮定の下で、次のようになる。

日銀	$A > S > B$
中立	$A > S > B$
政府・経済界	$A > S > B$

つまり、このケースでは、政策に関する各委員の選好は（タイプの違いも含めて）一致し、利害の対立は存在しないことになる。議長である日銀は、議案提出後の各委員の投票行動を予測しながら、自らにとってもっとも望ましい結果が実現するように議案提案に関する戦略を練ることになるが、本節の仮定（議案に賛成することと反対することが無差別である場合には議案に反対）により、A以外の案が提案されたとしても、残りの委員は反対に回るので、⁹⁾ いかなる提案に関するいかなる戦略を採ろうとも、結果として可決される政策はAとなる。

$((\hat{x}_C, \hat{x}_G) = (1, 1))$ のケース)

このケースでの各委員の政策に対する選好は、前節の各委員の選好に関する仮定の下で、以下のようになる。

日銀	$B > S > A$
中立	$B > S > A$
政府・経済界	$B > S > A$

先のケースと同様、政策に関する各委員の選好は一致し、利害の対立は存在しない。したがって、B以外の案が提案されたとしても、残りの委員は確実に反対に回り、結果として可決される政策はBとなる。

$((\hat{x}_C, \hat{x}_G) = (1, -1))$ のケース)

このケースでは、各委員の選好は、以下のようになる。

日銀	$A > S > B$
中立	$S > A = B$
政府・経済界	$B > S > A$

この時、レポートが行われた後のゲームは完全情報ゲームであり、これ自体を一つのゲームとしてみた場合のサブゲーム・パーフェクト均衡に対応する政策の結果を求めることができる。例えば、政策の提案が2回続けて否決され最終提案としてBが提案されているものとする。仮定より最終案は必ず可決されなければならないので、この時の日銀にとっての問題は、最初にAを持ってくるか（これは2回目の提案としてSを行うことを意味する）あるいはSを持ってくるか（2回目の提案としてA）というものである。前者の戦略の場合には、仮に2回目の提案Sが行われると、プレイヤー（「中立」「政府・経済界」）にとってのゲームは、「どちらかが賛成すればS双方が反対すればB」というものになるが、このサブ・ゲーム（最初にAが否決され2回目にSが提案された後のゲーム）でのナッシュ均衡は「「中立が賛成」「政府・経済界が反対」（3回目の提案あれば双方賛成）」となることから、1回目の投票（A提案後）におけるサブ・ゲームの結果は「どちらかが賛成すればA双方が反対すればS」というものになる。このサブ・ゲームでのナッシュ均衡はA提案に対して「「中立が反対」「政府・経済界が反対」」という行動をもたらすものであり、結局Sが実現することになる。一方、最初にSを持ってくる場合についても検討すると、結果はSとなることが容易に確かめられる。また、最終提案としてBを持ってくるのではなく、AあるいはSを最終提案として持ってくる場合についても同様に検討すると、(ABS), (BAS), (BSA) の順で提案を行う場合にはBが実現し、(SBA) の場合にはSが実現することがわかる。但しここで (ABS) という表記は、日銀が「最初にAを提案し、もしそれが否決された場合にはBを提案し、それさえも否決された場合にはSを提案する」という行動を意味している（他の表記についても同様

に解釈する)。日銀にとっては、提案後のサブ・ゲームのサブ・ゲーム完全均衡の中で最も望ましい結果は、Sが可決されるというものであり(上記提案順のうち(ASB), (SAB), (SBA)を採る場合に相当)、このことから、 $(\hat{x}_C, \hat{x}_G) = (1, -1)$ のもとでの均衡結果はSであることがわかる。

$((\hat{x}_C, \hat{x}_G) = (-1, 1)$ のケース)

このケースにおける各委員の政策に対する選好は、今まで分析したケースとは異なり、各委員が受け取った情報および他の委員が受け取った情報に依存することになる。但し、 $x_G = -1$ を受け取った日銀委員および $x_G = 1$ を受け取った政府・経済界委員を除く(これらの委員の選好は、他の委員の真の情報には依存せず、それぞれ、 $A > S > B$, $B > S > A$ の選好を持つことになる)。

上述の各委員の選好に関する仮定のもとでは、次のような完全一括均衡 (fully pooling equilibrium) が存在することが証明できる。

<命題>

日銀委員：(ASB) for $x_C = -1$ or $\tilde{\phi}$

中立委員：{(最初にAなら反対, 最初にSなら反対, 最初にBなら反対)}

(最初にAで次にSなら賛成, 最初にAで次にBなら反対, 最初にSで次にAなら反対, 最初にSで次にBなら賛成, 最初にBで次にAなら反対, 最初にBで次にSなら賛成) (三回目の提案に対してはいかなるものでも賛成)}

政府・経済界委員：{(最初にAなら反対, 最初にSなら反対, 最初にBなら賛成)}

(最初にAで次にSなら反対, 最初にAで次にBなら賛成, 最初にSで次にAなら反対, 最初にSで次にBなら賛成, 最初にBで次にAなら賛成, 最初にBで次にSなら賛成) (三回目の提案に対してはいかなるものでも賛成)} for $x_G = 1$ or $\tilde{\phi}$

ベイズの信念：上記戦略から乖離したプレイヤーに対して $x_i = \tilde{\phi}$ と評価。

$(\Pr(x_i = \tilde{\phi} | \text{if deviate}) = 1)$

(証明) 数学注参照。

3.2 情報のレポート ($\hat{x}_C, \hat{x}_G$) に関するインセンティブ

3.1.の結果をまとめると、レポートが行われた後の多数決の結果は、 $(\hat{x}_C, \hat{x}_G) = (-1, -1)$ の 때가A, $(\hat{x}_C, \hat{x}_G) = (1, 1)$ の 때가B, $(\hat{x}_C, \hat{x}_G) = (1, -1)$ の 때가S, $(\hat{x}_C, \hat{x}_G) = (-1, 1)$ の時は、命題の完全一括均衡 (fully pooling equilibrium) を想定するとSが実現することになる。以下では、これらの結果を前提として、情報が得られた後におけるレポートのインセンティブについて検討することにしよう。

まず、 $\hat{x}_C = \tilde{\phi}$ という情報が得られた時の日銀のレポートのインセンティブについて検討す

る。仮に、想定通りに $\hat{x}_C = -1$ とレポートすれば、 $\hat{x}_G = 1$ の時は S が実現し、 $\hat{x}_G = -1$ の時は A が実現することになる。一方、 $\hat{x}_C = \tilde{\phi}$ とレポートすれば、日銀のタイプ（追加情報）が知られることになり、政府・経済界は確実に B を最も好むことになる。また、中立委員も政府・経済界のタイプ（追加情報）が明らかにならない限り、B を最も好むことになる。したがって、 $\hat{x}_G = 1$ の場合には B が実現し、 $\hat{x}_G = -1$ の時には $(\hat{x}_C, \hat{x}_G) = (\tilde{\phi}, -1)$ より全員選好が一致するので $(\hat{x}_C, \hat{x}_G) = (-1, -1)$ の時と同様に A が実現すると考えられる。よって $\hat{x}_G = 1$ の時に結果が異なるが、日銀の選好に関する仮定より、 $\hat{x}_G = \tilde{\phi}$ or 1 が未知である場合には日銀は S を好むことから $\hat{x}_C = 1$ とレポートするインセンティブは存在しない。さらに、3.1の分析から、 $\hat{x}_C = 1$ とレポートする場合には、 $\hat{x}_G = 1$ の時は B、 $\hat{x}_G = -1$ の時は S が実現することになる。¹⁰⁾ $\hat{x}_G = 1$ の時は S の方が望ましく、 $\hat{x}_G = -1$ の時は A が望ましいことから、この場合もやはり $\hat{x}_C = 1$ とレポートするインセンティブはない。

以上の議論は、 $\hat{x}_G = \tilde{\phi}$ という情報が得られた政府・経済界委員に関しても全く同様に当てはめることができ、政府・経済界側にも $\hat{x}_G = 1$ から乖離するインセンティブはないことがわかる。したがって、本節冒頭の想定したようなレポートに関する行動 ($x_i = \tilde{\phi}$ の時にはそれぞれ各自有利な片方の情報しか開示しない) は、完全ベイズ均衡の一部を構成することがわかる。

3.3 政策パフォーマンスの評価

以下では、本稿でモデル化した政策決定会合における政策結果（多数決で可決されると予測される政策の選択肢）と、経済全体にとって望ましい選択肢（真の θ に対応する中立委員の選好に対応）のそれと比較し、政策決定会合の政策決定上のパフォーマンス（意志決定効

表 2

(x_C, x_G)	政策決定会合	社会的最適
(1, 1)	B	B
(1, $\tilde{\phi}$)	B	B
(1, -1)	S	S
(-1, 1)	S	S
($\tilde{\phi}$, 1)	S	B
(-1, $\tilde{\phi}$)	S	A
($\tilde{\phi}$, $\tilde{\phi}$)	S	S
(-1, -1)	A	A
($\tilde{\phi}$, -1)	A	A

率性)について考察することにしよう。

本節の分析より、任意の情報 (x_G, x_G) が生じた場合に実行される政策、および社会的に望ましい政策は、表2のようになる。

表2によると、政策決定会合において採択される政策と社会的に望ましい政策とは、 $(x_G, x_G) = (\bar{\phi}, 1)(-1, \bar{\phi})$ の時に乖離することになる。つまり、これらのケースの場合は、社会的には、金融緩和なり金融引き締めといった「政策変更」が望まれるのに対して、政策委員会における多数決ルールの下では、「現状維持」が選択されるのである。言い換えれば、本来、経済状況に応じて金融政策をアクティブに変更しなければいけないにも関わらず、政策委員の間の利害対立や情報不足から、過剰な現状維持の状態＝負の慣性コスト (inertia cost) が発生することを意味している。

次節では、実際にこのような政策決定に関する「過度な現状維持」の問題が発生しているかどうか、また、現在、わが国がおかれている経済状況に対する金融政策上の含意について考察することにしよう。

4 実際の政策決定会合の議決状況

表3および表4は、公表された政策決定会合の議事要旨にもとづき、政策委員のメンバー（執行部除く）の経歴とその政策決定会合の議決概要等についてまとめたものである。期間は、日本銀行法が改正された1998年4月から2004年7月までを対象としている。

4.1 政策委員の投票行動と選好

表3 政策委員会委員の氏名・出身（執行部除く）

氏 名	期 間	経歴（委員就任前）	現 職
後藤 康夫	1995.10～1999.10	農林水産事務次官，農林漁業金融公庫総裁	
武富 将	1997.6～2001.6	日本興業銀行常務，調査本部長	信金ギャランティ社長
三木 利夫	1998.4～2002.3	新日本製鐵副社長，日鐵商事会長	産業再生機構再生委員
篠塚 英子	1998.4～2001.3	お茶の水女子大学生生活科学部教授	
中原 伸之	1998.4～2002.3	東燃社長	金融庁顧問
植田 和男	1998.4～	東京大学経済学部教授	
田谷 禎三	1999.12～	大和総研常務理事	
須田美矢子	2001.4～	学習院大学経済学部教授	
中原 眞	2001.6～	東京三菱銀行副頭取	
春 英彦	2002.4～	東京電力副社長	
福岡 俊彦	2002.4～	三井物産副社長，経済同友会副代表幹事	

表4 金融政策決定会合（日本銀行法改正以降）における採決・各委員の投票

日付	決定された政策（市場調節、公定歩合、準備率）と採決の内容	景気動向に対する執行部の見方	政府出席者の発言	その他委員の意見・否決された提案等	金融経済月報「基本的見解」への賛否	その他の動向
1998. 4. 9	現状維持 全員一致 (無担コールを公定歩合(0.5%)をやや下回る状況誘導)	下押し圧力強い	停滞し、厳しさを増す(大蔵・経企)		全員一致で賛成	
4. 24	現状維持 全員一致	下押し圧力が強い状況	停滞しており一層の厳しさを増す			
5. 19	現状維持 全員一致	下押し圧力が強い			全員一致で賛成	
6. 12	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、後藤、武富、篠塚、植田 反対：三木、中原	厳しさを増している	執行部報告は下方バイアス(経企)	三木：準備率下げ(賛1反7棄1) 中原：コール0.4%誘導(賛1反8) 後藤：コール0.40～0.50%低め誘導(：賛2反6棄1)	全員一致で賛成	
6. 25	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、後藤、武富、篠塚、植田 三木 反対：中原	さらに低下	貸し渋り(経企)	中原：コール0.4%誘導(賛1反8)		
7. 16	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、後藤、武富、篠塚、植田 三木 反対：中原	マイナス方向の循環が幾分強まる	引き続き厳しい状況(大蔵)	中原：コール0.35%誘導(賛1反8)	全員一致賛成	
7. 28	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、後藤、武富、篠塚、植田 三木 反対：中原	経済情勢が悪化	企業への資金供給が十分確保されること要望(経企)	中原：コール0.35%誘導(賛1反8)		
8. 11	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、後藤、武富、篠塚、植田 三木 反対：中原	全般的に悪化	はなはだ厳しい状況(大蔵・経企)	中原：コール0.25%誘導(賛1反8)	全員一致賛成	
9. 9	金融緩和(無担コール0.25%) 賛成：速水、藤原、山口、後藤、武富、三木、中原、植田 反対：篠塚	景気は低迷状態が長引き	景気は低迷状態が長引き(大蔵、経企)	篠塚：新たな緩和措置不要	全員一致賛成	
9. 24	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、後藤、武富、三木、中原、植田 反対：篠塚	内生需要の弱さ	景気厳しい状況(経企) 金融システム信頼確保(大蔵)	篠塚：コール0.4%～0.5%誘導(賛1反8)		
10. 13	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、後藤、武富、三木、中原、植田 反対：篠塚	景況感が大幅悪化	きわめて厳しい状況(大蔵・経企)		全員一致賛成	
10. 28	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、後藤、武富、三木、植田 反対：中原、篠塚	景気は依然悪化	厳しい経済状況続く(経企)	中原：年末越えの資金を厚めに供給するよう努める(賛1反8)		
11. 13	現状維持	依然として悪	きわめて厳し		全員一致	CP 社債

	賛成：速水、藤原、山口、後藤、 武富、三木、植田 反対：篠塚	化	い状況(大蔵)		賛成	オベ・適 格担保拉 大。
11.27	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、後藤、 武富、三木、植田 反対：篠塚、中原	小康状態		中原：消費者物 価平均変化率を 0%まで上昇さ せることを企図 して無担コール 0.15%前後で推 移(賛1反8)。		
12.15	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、後藤、 武富、三木、植田 反対：篠塚、中原	悪化テンポ和 らぐ	引き続き厳し い状況(大蔵) 動きが入り混 じり(経企)	中原：消費者物 価平均変化率を 1%まで上昇さ せることを企図 して無担コール 0.1%前後で推 移(賛1反8)		
1999. 1.19	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、後藤、 武富、三木、植田 反対：篠塚、中原	テンポは幾分 鈍化	きわめて厳し い状況(大蔵)	中原：同上	全員一致 賛成	
2.12	金融緩和(無担コールできるだ け低め：ゼロ金利政策) 賛成：速水、藤原、山口、後藤、 武富、三木、植田、中原 反対：篠塚	長期金利上昇 懸念		中原：コール 0.1%前後で推 移(賛1反8)	全員一致 賛成	
2.25	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、後藤、 武富、三木、植田 反対：篠塚、中原	回復展望不明 確	きわめて厳し い(大蔵) 入り混じり (経企)	中原：CPI 上昇 率1%程度を企 図して、マネタ リーベース の10%程度量的 緩和(賛1反7 棄1)。		
3.12	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、後藤、 武富、三木、植田 反対：篠塚、中原	下げ止まりの 様相	依然厳しい (大蔵) 下げ 止まり(経企)	中原：同上(賛 1反8)。	全員一致 賛成	
1999. 3.25	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、後藤、 武富、三木、植田 反対：篠塚、中原	下げ止まりの 様相	下げ止まり (経企)	中原：同上。		
4. 9	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、後藤、 武富、三木、植田 反対：篠塚、中原	下げ止まりの 様相	下げ止まりつ つある(大蔵、 経企)	中原：同上。	全員一致 賛成	
4.22	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、後藤、 武富、三木、植田 反対：篠塚、中原	下げ止まりの 様相	現状認識は、 政府と日銀で 違いはない (大蔵)	中原：同上。 篠塚：コール 0.03%前後で推 移(賛1反7棄 1)		
5.18	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、後藤、 武富、三木、植田 反対：篠塚、中原	足許下げ止ま り	下げ止まりつ つある(大蔵、 経企)	中原：同上。 篠塚：コール 0.25%で推 移(賛1反8)	全員一致 賛成	
6.14	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、後藤、 武富、三木、植田 反対：篠塚、中原	下げ止まるが、 回復への動き はみられてい ない	概ね横這い (経企)	中原：同上。 篠塚：同上。	全員一致 賛成	
6.28	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、後藤、 武富、三木、植田 反対：篠塚、中原	下げ止まるが、 回復への動き はみられてい ない	認識に変化は ない(経企)	中原：同上。 篠塚：同上。		
7.16	現状維持	下げ止まるが、		中原：同上。	全員一致	

	賛成：速水、藤原、山口、後藤、 武富、三木、植田 反対：篠塚、中原	回復への動き はみられてい ない		篠塚：同上。	賛成	
8.13	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、後藤、 武富、三木、植田 反対：篠塚、中原	下げ止まるが、 回復への動き はみられてい ない	変化なし（大 蔵・経企）	中原：同上。 篠塚：同上。	全員一致 賛成	
9. 9	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、後藤、 武富、三木、植田 反対：篠塚、中原	下げ止まりの 中で、明るい 動き	回復力は弱い （大蔵） やや回復（経 企）	中原：CPI上 昇率0.5～2%程 度を企図して、 マネタリーペー ス10%程度量的 緩和（賛1反8）	全員一致 賛成	
9.21	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、後藤、 武富、三木、植田 反対：篠塚、中原	下げ止まりの 中で、明るい 動き	回復力弱い （大蔵）	中原：同上。		「当面の 金融政策 運営につ いての考 え方」公 表。
10.13	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、武富、 三木、植田 反対：篠塚、中原	足踏み状態 であるが、ひと つひとつの材 料はよい方向	回復力は弱い （大蔵）やや 改善（経企）	中原：同上（賛 1反7）。	全員一致 賛成	2000年問 題に伴う 資金需要 の変動に 十分配慮 し、弾力 的な対応 を行う （全員一 致） オペ手段 多様化 （アウト ライト導 入）
10.27	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、武富、 三木、植田 反対：篠塚、中原	下げ止まり。 足許、輸出や 生産面には持 ち直しの動き	以前厳しい （大蔵）緩や か改善（経企）	中原：同上。		
11.12	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、武富、 三木、植田 反対：篠塚、中原	下げ止まりか ら持ち直しだ が回復はつき りせず	民需回復力弱 い（大蔵・経 企）	中原：同上 篠塚：コール 0.25%で推移 （賛1反7）	全員一致 賛成	
11.26	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、武富、 三木、植田 反対：篠塚、中原	持ち直したが 回復はつきり せず	厳しいが緩や かに改善（大 蔵・経企）	中原：同上 篠塚：同上		
12.17	現状維持 賛成：速水、藤原、田谷、武富、 三木、植田 反対：篠塚、中原	徐々に改善	民需の動向は 依然弱い（大 蔵）	篠塚：同上 中原：同上	全員一致 賛成	
2000. 1.17	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、田谷、 武富、三木、植田 反対：篠塚、中原	徐々に改善	緩やか改善 （経企）	篠塚：同上 中原：同上	全員一致 賛成	
2.10	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、田谷、 武富、三木、植田 反対：篠塚、中原	持ち直したが 回復はつきり せず	依然弱い（大 蔵）	篠塚：同上 中原：同上	全員一致 賛成	
2.24	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、田谷、 武富、三木、植田 反対：篠塚、中原	持ち直したが 回復はつきり せず	依然弱い（大 蔵） 緩やか回復 （経企）	篠塚：同上 中原：同上		
3. 8	現状維持	持ち直したが	依然弱い（大	篠塚：同上	全員一致	

	賛成：速水、藤原、山口、田谷、 武富、三木、植田 反対：篠塚、中原	回復はつきり せず	蔵)	中原：同上	賛成	
3.24	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、田谷、 武富、三木、植田 反対：篠塚、中原	回復だがデフ レ懸念払拭ま でいかず	緩やかな改善 だが厳しい (大蔵)	篠塚：同上 中原：同上		
4.10	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、田谷、 武富、三木、植田 反対：篠塚、中原	デフレ懸念払 拭が着実に近 づきつつある が確実でない	民需の動向は 依然として弱 い(大蔵・経 企)	篠塚：同上 中原：同上	全員一致 で賛成	
2000. 4.27	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、田谷、 武富、三木、植田 反対：篠塚、中原	デフレ懸念払 拭が着実に近 づきつつある が確実でない	自律的回復に 向けた動きが 徐々に(大蔵)	篠塚：同上 中原：同上		
5.17	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、田谷、 武富、三木、植田 反対：篠塚、中原	デフレ懸念払 拭が着実に近 づきつつある が確実でない	回復だがなお 厳しい(大蔵)	篠塚：同上 中原：CPI 上昇 率 0.5～2%程 度を企図して、 マネタリーベ ース15%程度 的緩和(賛1反8)	全員一致 賛成	
6.12	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、田谷、 武富、三木、植田 反対：篠塚、中原	デフレ懸念の 払拭が展望で きるような情 勢に近づいて いる	雇用情勢は依 然として厳し い(大蔵、経 企)	篠塚：同上 中原：同上	全員一致 賛成	
6.28	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、田谷、 武富、三木、植田 反対：篠塚、中原	デフレ懸念払 拭が展望でき るような情勢 に近づいてい る	なお見極めが 必要(大蔵・ 経企)	篠塚：同上 中原：同上		
7.17	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、田谷、 武富、三木、植田 反対：篠塚、中原	デフレ懸念払 拭が展望でき るような情勢 に近づいてい る	なお見極めが 必要(大蔵・ 経企)	篠塚：同上 中原：同上	反対1 (中原) 賛成8	
8.11	金融引き締め(無担コール0.25 %程度で推移)：ゼロ金利政策 解除。 賛成：速水、藤原、山口、田谷、 武富、三木、篠塚 反対：中原、植田	デフレ懸念の 払拭が展望で きるような情 勢に至った	なお見極めが 必要(大蔵、 経企)	中原：同上。	反対1 (中原) 賛成8	政府による 議決延期 請 求 (賛1、 反8)
9.14	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、田谷、 武富、三木、篠塚、植田 反対：中原	緩やかに回復 している	民需はまだ力 強さを欠く (大蔵)用心 必要(経企)	中原：同上。	反対1 (中原) 賛成8	
10.13	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、田谷、 武富、三木、篠塚、植田 反対：中原	緩やかに回復	雇用状況は依 然厳しい(大 蔵、経企)	中原：同上 もうちょっと緩 和スタンスでも よい(発言者不 明)	反対1 (中原) 賛成8	「経済・物 価の将来 展望とリス ク評価」の公 表
10.30	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、田谷、 武富、三木、篠塚、植田 反対：中原	景気判断を変 える必要はな い	雇用状況は依 然厳しい(大 蔵、経企)	中原：同上。 海外経済の減速 の動きや内外株 価の動向等には 十分注意(不明)		
11.17	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、田谷、 武富、三木、篠塚、植田 反対：中原	判断を変更す る材料は得ら れていない	雇用状況は依 然厳しい(大 蔵、経企)	中原：同上。 リスク要因が明 確(発言者不明)	全員一致 で賛成	
11.30	現状維持	景気判断を変	雇用情勢、原	中原：同上。		

	賛成：速水、藤原、山口、田谷、武富、三木、篠塚、植田 反対：中原	える材料は見当たらない	油高、株価不安に注意（大蔵、経企）	市場の景況感慎重化（複数委員。不明）		
12.15	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、田谷、武富、三木、篠塚、植田 反対：中原	やや減速感あるも回復。	株価下落に注意（経企）	中原：同上。 ダウサイドリスク幾分高まり（複数委員。不明）	反対1（中原） 賛成8	
2001. 1.19	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、田谷、武富、三木、篠塚、植田 反対：中原	緩やかな回復が続いているが、テンポ鈍化	株式市場の動向や米国経済の減速等に留意（財務、内閣）	中原：同上	反対1（中原） 賛成8	「流動性供給方法改善の指示（議長から執行部へ）」
2. 9	現状維持（金融市場調節） 賛成：速水、藤原、山口、武富、三木、篠塚 反対：中原、植田、田谷 公定歩合引下げ（0.35%） 賛成：速水、藤原、山口、田谷、武富、三木、植田、中原 反対：篠塚	回復のテンポが鈍化	改善テンポがより緩やか（財務、内閣）	中原：同上 田谷：無担コール0.1%、公定歩合0.25%（賛3、反6）	反対2（三木、中原） 賛成7	ロンバード型貸出制度導入
2.28	金融緩和（無担コール0.15%） 賛成：速水、藤原、山口、田谷、武富、三木、植田 反対：篠塚、中原 公定歩合引下げ（0.25%） 賛成：速水、藤原、山口、田谷、武富、三木、植田 反対：篠塚、中原	下ぶれリスク拡大	改善テンポより緩やか（財務、内閣）	中原：ゼロ金利政策復活、公定歩合0.1%（賛1、反8） 篠塚：無担コール0.25%（賛2、反7）		
3.19	金融緩和（当座預金残高を操作目標：5兆円。消費者物価指数が安定的にゼロ以上になるまで継続約束） 賛成：速水、藤原、山口、田谷、武富、三木、植田、中原 反対：篠塚	足踏み状態	足踏み（財務、内閣）	篠塚：無担コール0.15%（賛1、反8） 中原：CPI上昇率0.5～2%程度を企図して、マネタリーベース15%程度量的緩和（賛1反8）	反対1（中原） 賛成8	
4.13	現状維持 全員賛成：速水、藤原、山口、田谷、武富、三木、植田、中原、須田	調整局面	厳しい（財務）		全員一致賛成	
4.25	現状維持 全員一致賛成	調整局面	弱含み（財務、内閣）			
5.18	現状維持 全員一致賛成	調整局面	さらに弱含み（財務、内閣）		全員一致賛成	
6.15	現状維持 全員一致賛成	調整深まる	悪化しつつある（財務、内閣）		全員一致賛成	
6.28	現状維持 全員一致賛成	調整深まりつつある	景気悪化（財務）			
2001. 7.13	現状維持 全員賛成：速水、藤原、山口、田谷、三木、植田、中原伸、須田、中原真	調整深まる	悪化している（内閣、財務）		全員一致賛成	
8.14	金融緩和（当座預金残高6兆円目標） 賛成：速水、藤原、山口、田谷、三木、植田、中原真、須田 反対：中原伸	一段と調整	悪化（内閣）	中原伸：消費者物価指数の前年比上昇率をゼロ%以上をターゲットとして市場調節を行う：インフレターゲット	反対1（中原伸） 賛成8	

					ト導入（賛1反8）。 中原伸：当座預金残高が7兆円程度（賛1反8）		
9.18	金融緩和（当座預金6兆円上回る目標） 賛成：速水、藤原、山口、田谷、三木、植田、中原眞、須田 反対：中原伸 公定歩合引下げ(0.1%) 賛成：速水、藤原、山口、田谷、三木、植田、中原眞、須田 反対：中原伸 公定歩合利用上限日数引き上げ（5から10営業日） 全員賛成	調整厳しき			中原伸：同上（但し当座預金残高8兆円目標）。	反対1（中原伸） 賛成8	
10.12	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、田谷、三木、植田、中原眞、須田 反対：中原伸	不透明感一段	物価下落深刻（財務）		中原伸：同上（但し当座預金残高10兆円目標）。	反対1（中原伸） 賛成8	
10.29	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、田谷、三木、植田、中原眞、須田 反対：中原伸	不透明感一段			中原伸：同上		
11.16	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、田谷、三木、植田、中原眞、須田 反対：中原伸	調整厳しき増す	戦後最低（内閣）		中原伸：同上。 中原伸：外債買い入れ（賛1反8）	反対1（中原伸） 賛成8	
11.29	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、田谷、三木、植田、中原眞、須田 反対：中原伸	調整厳しき増す	物価下落依然（財務）		中原伸：同上		
12.19	金融緩和（当座預金目標10～15兆円） 賛成：速水、藤原、山口、田谷、三木、植田、中原眞、須田 反対：中原伸	広範に悪化	デフレスパイラルの危険（内閣、財務）		中原伸：同上（但し当座預金残高15兆円目標）。	反対1（中原伸） 賛成8	ABCP、ABSの適格担保化の検討
2002.1.16	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、田谷、三木、植田、中原眞、須田 反対：中原伸	広範に悪化	景気厳しい（内閣）		中原伸：同上。	反対1（中原伸） 賛成8	適格担保拡大等
2.8	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、田谷、三木、植田、中原眞、須田 反対：中原伸	厳しき増す	デフレリスク（財務、内閣）		中原伸：同上	反対1（中原伸） 賛成8	
2.28	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、田谷、三木、植田、中原眞、須田 反対：中原伸 公定歩合利用上限日数撤廃 賛成：速水、藤原、山口、田谷、三木、植田、中原眞、須田 反対：中原伸	引き続き悪化	デフレ継続（財務、内閣）		中原伸：同上（但し、当座預金残高目標20兆円）		
3.20	現状維持 賛成：速水、藤原、山口、田谷、三木、植田、中原眞、須田 反対：中原伸	なお悪化	デフレ継続（財務）		中原伸：同上（但し、消費者物価上昇率目標を1～3%）	反対1（中原伸） 賛成8	
4.11	現状維持 全員賛成：速水、藤原、山口、田谷、植田、中原眞、須田、春、福岡	悪化テンポ和らぐ	底入れ動き（内閣）			全員一致 賛成	
4.30	現状維持	持ち直しある	底入れ、デフ			全員一致	

	全員一致賛成	が限界	レリスク (財務)		賛成	
5.21	現状維持 全員一致賛成	悪化テンポ緩やか	厳しいが底入れ (内閣, 財務)		全員一致賛成	
6.12	現状維持 全員一致賛成	下げ止まり	底入れ (財務)		全員一致賛成	
6.26	現状維持 全員一致賛成	下げ止まり	底入れ (財務)			
7.16	現状維持 全員一致賛成	下げ止まり	厳しいが一部持ち直し (内閣)		全員一致賛成	
8. 9	現状維持 全員一致賛成	ほぼ下げ止まり	不透明感 (財務, 内閣)		全員一致賛成	
9.18	現状維持 全員一致賛成	ほぼ下げ止まり	依然きびしい (財務, 内閣)		全員一致賛成	
10.11	現状維持 全員一致賛成	回復テンポゆるやか	厳しき増す (内閣)		全員一致賛成	
2002.10.30	金融緩和 (当座預金目標15~20兆円) 全員一致賛成	先行き不確実性が高まっている	物価下落 (財務)			
11.19	現状維持 全員一致賛成	不透明感強まる	回復テンポ緩やか (内閣)		全員一致賛成	
12.17	現状維持 全員一致賛成	不透明感強い	もう一步慎重 (内閣)		全員一致賛成	
2003. 1.22	現状維持 全員一致賛成	不透明感続く	弱含み (内閣)		全員一致賛成	
2.14	現状維持 全員一致賛成	不透明感	弱含み (内閣)		全員一致賛成	
3. 5	現状維持 全員一致賛成	不透明感	弱含み (内閣)		全員一致賛成	
3.25	現状維持 (但し、郵政公社発足に伴い目標残高を17~22兆円へ) 全員一致賛成: 福井, 武藤, 岩田, 植田, 田谷, 須田, 中原, 春, 福岡	不確実性大きい	不確実性高まり (内閣)			
4. 8	現状維持 賛成: 福井, 武藤, 岩田, 植田, 田谷, 須田, 中原, 春, 反対: 福岡	不透明感	横這い (内閣) 不透明 (財務)	量的緩和のスタンスを明確にすべき (不明)	全員一致賛成	資産担保証券買い入れ検討
4.30	金融緩和 (目標残高22~27兆円) 全員一致賛成	変化なし	デフレ継続 (内閣)			
5.20	金融緩和 (目標残高27~30兆円) 賛成: 福井, 武藤, 岩田, 植田, 田谷, 中原, 春, 福岡 反対: 田谷, 須田	不透明感	不透明 (内閣)		全員一致賛成	
6.11	現状維持 全員一致賛成	基本的に同じ	デフレ続く (内閣)		全員一致賛成	資産担保証券の買い入れ
6.25	現状維持 全員一致賛成	横這い	横這い。一部弱い (内閣)			
7.15	現状維持 全員一致賛成	横這い	横這い。一部弱い (内閣)		全員一致賛成	
8. 8	現状維持 全員一致賛成	不透明感やや後退	横這い。環境変化兆し (内閣)		全員一致賛成	
9.12	現状維持 賛成: 福井, 武藤, 岩田, 植田, 田谷, 中原, 春, 田谷, 須田 反対: 福岡	横這い。改善兆し。	持ち直し (内閣)	福岡: 目標残高30~35兆円 (賛1, 反8)	全員一致賛成	

10.10	金融緩和(目標残高27~32兆円) 賛成: 福井, 武藤, 岩田, 中原, 春, 田谷, 福岡 反対: 植田, 田谷, 須田	緩やか回復基 盤	前向き, 持ち 直し(財務, 内閣)		全員一致 賛成	「金融政 策の透明 性強化に ついて」 公表
10.31	現状維持 全員一致賛成	緩やか回復傾 向基盤	持ち直し(財 務, 内閣)			
11.21	現状維持 全員一致賛成	緩やかに回復 しつつある	持ち直し(内 閣)		全員一致 賛成	
12.16	現状維持 全員一致賛成	緩やかに回復	持ち直し(財 務, 内閣)		全員一致 賛成	
2004. 1.20	金融緩和(目標残高30~35兆円) 賛成: 福井, 武藤, 岩田, 中原, 春, 田谷, 福岡, 植田 反対: 田谷, 須田	緩やかに回復	着実に回復 (内閣)		全員一致 賛成	資産担保 証券買い 入れ条件 見直し (緩和)
2. 5	現状維持 全員一致賛成	緩やかに回復	着実に回復 (内閣, 財務)		全員一致 賛成	
2004. 2.26	現状維持 全員一致賛成	緩やかに回復	着実に回復 (内閣, 財務)			国際市場 の流動性 向上にむ けた制度 導入の検 討
3.16	現状維持 全員一致賛成	回復	着実に回復 (内閣, 財務)		全員一致 賛成	
4. 9	現状維持 全員一致賛成	回復	着実に回復 (内閣, 財務)		全員一致 賛成	
4.28	現状維持 全員一致賛成	回復	着実に回復 (内閣, 財務)			
5.20	現状維持 全員一致賛成	回復	着実に回復 (内閣, 財務)		全員一致 賛成	
6.15	現状維持 全員一致賛成	回復	着実に回復 (内閣, 財務)		全員一致 賛成	
6.25	現状維持 全員一致賛成	回復	着実に回復 (内閣, 財務)		全員一致 賛成	
7.13	現状維持 全員一致賛成	回復	着実に回復 (内閣, 財務)		全員一致 賛成	

表3によると、執行部以外の「外部委員」には、日本銀行法改正以前に任命された後藤氏を除いて官僚出身者（農林漁業代表）はおらず、経済界出身者か、もしくは学者出身に大別できる。さらに経済界出身者については、金融界出身者と実業界出身者に分けることができる。彼らの金融政策に対する選好については、表4の投票行動を通じてある程度推測可能であるが、例えば、単純に、経済界出身者＝「政府・経済界委員」、学者出身者＝「中立委員」と見なすことは困難である。表4では、毎月の政策決定会合における議決された政策とそれに対する各委員の投票行動、経済情勢に対する執行部および政府出席者の見方、否決された議案、金融経済月報の「基本的見解」に対する各委員の同意状況等についてまとめているが、経済界出身者であっても、執行部案以上の金融緩和を主張せずに、執行部の提案に毎回同意している委員が少なくない（とりわけ銀行出身者や公益企業出身者である、武富委員、田谷委員、中原眞委員、春委員のケース）。これらの委員は、結果的に執行部案に賛成していることから、少なくとも「中立委員」か「日銀（執行部）委員」に近い選好を持っていると解釈

できる。一方、少数意見として否決されても金融緩和を主張する経済界出身の委員（中原伸之委員、三木委員、福岡委員）も存在する。彼らは、経済界出身者の中でも実業界出身者であるので、実業界（企業・財界）を代表して、金融緩和に比較的強い選好を持っていると見なして良いだろう。次に学者出身者については、執行部よりも金融引き締めを強く提案することが多い委員（篠塚委員）と、執行部提案に同意することが多いが反対する場合もある委員（植田委員、須田委員）の2通りに分かれるように思われる。前者は、日本銀行の選好を基準とした場合、相対的に執行部よりも金融引き締めを選好しており、本節のモデルの想定外の選好を持った委員であると言える。また、後者の委員は、「中立委員」に近いのではないかとと思われる。

4.2 過剰な現状維持（inertia cost）の問題

前節のモデルからの含意として、政策決定会合における政策決定は、場合によっては、本来、金融政策を弾力的に変更することが望ましいにも関わらず、結果的に、現状維持が選択されてしまう可能性があると言うことであった。このような状況は、実際の日本銀行の政策運営に関しても起こっている（起こっていた）のであろうか。

表4を見ると、1998年4月9日から2004年7月13日までに開催された111回の政策決定会合のうち、決議された金融政策は、「現状維持」が98回、「金融緩和（コールレート誘導目標引き下げ、当座預金残高目標引き上げ）」が12回、「金融引き締め」が1回となっている。（望ましい）金融政策変更の要件となる日本経済に関する真の状態（本稿のモデルではパラメータ θ ）の変化を確認することは困難なので、実際の金融政策に関して「過度な現状維持」が生じていたのかについては定かではない。しかし、現状維持の政策が問題となりうる様な時期としては、1）2000年8月11日の金融引き締め決定から2001年2月28日の金融緩和までの期間、2）2004年の景気回復期以降、が上げられる。

2000年8月11日の金融緩和決定は、日銀執行部が「デフレ懸念が払拭できる情勢」であると判断し、政府の議決延期請求権を否決して、金融引き締め（ゼロ金利政策解除）を多数決（賛成7、反対2）で決定したものであるが、その後、景気の低迷・デフレの深刻化が進み、結果的に、翌年の2月および3月の政策決定会合で、金融緩和（無担コール0.15%誘導目標、消費者物価上昇率が安定的にゼロ以上になるまで量的緩和（当座預金残高目標化）を約束）を決定したケースである。ここで問題なのは、2000年8月11日にゼロ金利政策を解除したということよりも、既に景気の底割れ・減速感の兆候が見られていたにもかかわらず、金融緩和を即座に実行せずに、現状維持を約半年間（決定会合の回数では8回）継続したという点である。この間の景気実態に対する執行部、政府、その他委員の見方を見てみると、政府は一貫して景気の悪化や株価下落に警鐘を鳴らしており、また、執行部以外の委員の中にも、

「もうちょっと緩和スタンスでも良い」「海外経済の減速や株価の動向に注意すべき」「リスク要因が明確に存在」「ダウンスайдリスクの高まり」と言った発言（発言者不明、複数）が見られ、通常は、全会一致で認めることが多い金融経済月報の「基本的見解」に対しても反対する委員が出てきている。¹¹⁾これに対して、執行部の見方は、当初の「緩やかに回復」という表現から「判断を変える必要性はない、材料は得られていない」「やや減速感があるも回復」というように微妙に実体経済の変化を認めながら、8月時点の政策決定（ゼロ金利解除）を積極的に否定する確固たる証拠がなければ、現状の政策を追認しようとするスタンスをとっている。この点は、本稿のモデルに即して述べるならば、日銀自体が、 $x_c = \phi$ という曖昧な情報を持ちながら、 $x_c = -1$ と報告することで、政策決定会合において「過剰な現状維持」が半年間続いたと解釈できる。このような見方は、結果論的な批判にすぎず、過剰な現状維持ではなかったとの反論も考えられるが、当時の議事録の詳細な検討が必要であると思われる（議事録そのものの完全な公開は相当期間経過後に予定されている）。

次に2004年の2月以降の時期については、各委員および政府出席者の間で景気の緩やかな回復が一致して認識される一方で、金融政策については、全員一致での現状維持という状況が続いている。現時点ではともかく、将来、景気回復トレンドが定着し、かつ、デフレ克服が現実の問題となった場合に、どのタイミングで金融政策のスタンスを変更すべきかという事柄が問題になると思われる。実際、最近の議事録要旨を見ると、長期金利の上昇や卸売物価の上昇に対応して、どのような金融政策を打ち出せばよいかと言った事柄が議論されており、消費者物価がプラスに安定的に転じた場合、現在の当座預金残高目標に代わって、インフレーション・ターゲティング的な政策を採用するという可能性も考えられる。本稿の分析の含意としては、仮にどのような政策フレームワークを採用するとしても、政策変更のタイミングにも注意を払うべきであり、経済実態に対する中途半端な情報公開や認識・議論のもとでは、適切な政策変更のタイミングを逸してしまう恐れがあるということである。この点については、今後の金融政策決定会合行方について注目していきたい。

5 む す び

本稿では、日本銀行内部の政策決定プロセスに注目し、政策委員会（政策決定会合）での多数決による政策決定メカニズムが、経済全体の厚生を反映した政策決定と比較して望ましいものであるかどうかの検討を行った。

本稿で得られた結論は以下の通りである。まず、政策委員会の多数決で金融政策が決定されるメカニズムのもとでは、最適な金融政策が常に行われる理論的保証はなく、むしろ、政策委員間の利害対立を反映して、金融政策が過度に現状維持的なものになる可能性が存在することを指摘した。また、実際の日本銀行の政策決定会合における投票行動および議決結

果を検証してみると、政策委員ごとに政策に対するスタンス（選好）が継続的かつ微妙に異なること、さらには、2000年8月のゼロ金利政策解除以降の6ヶ月間に関しては、過度な現状維持政策が採られた可能性があることを指摘した。政策決定が過度に現状維持的になるという事柄については、今後、景気の回復やデフレ経済の脱却が現実化して、将来、金融政策を変更する（インフレ・ターゲットの導入等も含む）際にも問題となってくるものであり、経済実態に対する理解や議論が十分に行われた上で、適切なタイミングで政策変更が行われるかどうか十分注意すべきである。

最後に、本稿で触れなかった問題や課題等について言及することにしたい。本稿では、日本銀行法改正以降の政策決定モデルのみを取り上げ、日本銀行法改正以前の政策決定モデルとの比較等については言及しなかった。この点については、Fujiwara (2000) を参照されたい。また、本稿のモデルでは、単純化のために、3名の政策委員のうち、極端な選好を持つ2名の委員（「日銀」「政府・経済界」）しか情報収集活動を行わないこと、また、中立委員が社会的に望ましい選好をもっていること、政策委員会の議長（総裁）のみが議案を提示できること等を仮定した。これらの想定は、ある程度現実的ではあるものの、本稿の含意（過剰な現状維持の問題）は上記の仮定に負うところが大きい。実際には、議長以外の委員も議案の提出が可能であり、政府の議決延期請求権も存在する。また、各委員に情報収集・分析を行うスタッフも存在しており、各委員の議論や議案提出等を通じて、メンバー間の情報不足の問題が緩和され、政策決定の硬直性が解消される可能性も考えられる。モデルの精緻化を含めたこれらの問題については、今後さらに検討することにした。

数学注

（命題の証明）

まず、「日銀」がこの戦略から乖離するインセンティブを持たないことを示す。「日銀」が $x_C = -1$ を得たとしよう。この時、上記戦略に従うとSが実現することになる。もし、最初の提案でBを提案する場合には、「政府・経済界」が賛成することにより、結果はBとなる。また、最初にSを提案する場合には、「中立」および「政府・経済界」委員が反対に回り2回目の提案を行うことになる。仮に2回目にAを提案すると再び否決され、結局はBが実現することになる。2回目にBを提案すると「政府・経済界」委員が賛成しBが実現する。さらに、最初はAを提案するものの2回目にBを提案すると、「政府・経済界」委員が賛成し、この場合もBとなる。つまり、どの様に上記戦略から乖離しても、結局はBが実現することになり、 $x_C = -1$ を受け取った「日銀」は $A > S > B$ の選好を持ち、BよりSの方が望ましいことから、乖離するインセンティブを持たないことがわかる。

また、「日銀」が $x_C = \phi$ を得たとしよう。上記戦略に従うと、やはりSが実現することになる。仮に、上記戦略から乖離すると、上で述べたようにBが実現することになるが、2.1節の追加情報のもとでの日銀の選好に関する仮定より、 $x_C = \phi$ で「政府・経済界」のタイプが未知である場合にはSを最も好むことになるから、この場合でも「日銀」にとって上記戦略から乖離する動機は存在しない。

い。

次に、「中立」委員の動機について検討してみることにしよう。「中立」がこの戦略に従うとすると結果はSとなる。もし、最初のAの提案に対して、「中立」が賛成に回るとすると結果はAとなるが、これは、Sよりも劣ることになる(2.1節の追加情報の下での中立委員の選好に関する仮定より成立)。また、仮に最初にBが提案され賛成したとすると、Bが実現することになるが、この場合もSより劣る。さらに、最初にSが提案され賛成に回るとSが実現することになるが、これはもとの戦略に従う場合と無差別である。

最初の提案に関しては上記戦略に従うものの、2回目の提案に対して乖離する場合はどうか。仮に最初がAで2回目にSが提案されたとき、上記戦略から乖離して反対したとしよう。この時、他のプレイヤーの戦略を与えられたものとする、結果はBとなる。この結果は、他のプレイヤーが(一括戦略を用い)タイプが未知である限り、Sより劣ることになる。また、最初がAで2回目にBが提案された時はどうか。この場合には「政府・経済界」が賛成するので「中立」委員にとっては反対と賛成は無差別になり、仮定より想定通りに反対することが望ましくなる。次に最初にSで2回目にAが提案されたとき、上記戦略から乖離して賛成したとするとAが実現するが、「中立」委員は均衡戦略から乖離した「日銀」に対しては $x_C = \phi$ と評価するので、賛成してAを可決するよりも、反対してBを実現に導く方が望ましくなる(2.1節の追加情報のもとでの中立委員の選好に関する仮定より)。また、最初にSで2回目にBが提案されたときには、「政府・経済界」が賛成するので、無差別の場合の仮定より反対することが望ましくなる。最後に、最初にBで2回目にAが提案された時に、賛成した場合にはAが実現するが、 $x_C = \phi$ という信念のもとでは、賛成するよりも反対してSを実現した方が望ましくなる。また、最初にBで2回目にSが提案された時には、「政府・経済界」が賛成するので、この場合にも無差別の仮定より上記戦略通りに反対することが望ましくなる。

最後に、「政府・経済界」の動機について検討してみることにしよう。

「政府・経済界」が $x_C = 1$ を得たとする。この時、上記戦略に従うとSが実現することになる。もし、最初にAが提案されて賛成する場合には結果はAとなるが、仮定よりこれは明らかにSの場合よりも劣ることになる。また、最初にSが提案されて賛成する場合には、上記戦略と同じSとなるが、無差別の場合の仮定より、「政府・経済界」は反対することが望ましくなる。さらに、最初にBが提案されて反対した場合には、2回目の提案が行われ、仮にAあるいはSが提案されたとするとSが実現することになる。したがって、この場合にも当初の戦略通り、賛成して確実にBを実現する方が望ましくなる。また、最初にAで2回目にSが提案される場合には、「中立」委員が賛成するので、「政府・経済界」にとっては無差別となり、想定通り反対することになる。最初にAで2回目にBが提案される場合に反対すると、結果としてSとなるが、これは賛成してBとなるより明らかに劣っている。最初にSで2回目にAあるいはBが提案される場合についても、想定された戦略から乖離すると、結果としてAとなるが、これらのケースについても、当初の戦略通りに行動して、Bを実現した方が「政府・経済界」にとって望ましくなる。最後に、最初にBで2回目にAあるいはSが提案される場合には、想定された戦略から乖離すると、結果としてAが実現するが、これらのケースについても、当初の戦略通りに行動して、Sを実現した方が「政府・経済界」にとって望ましい。したがって、 $x_C = 1$ の「政府・経済界」にとって上記戦略から乖離する動機はないことがわかる。

次に「政府・経済界」が $x_G = \phi$ を得たとする。この時、上記戦略に従うと S が実現することになる。もし、最初に A が提案されて賛成する場合には結果は A となるが、仮定よりこれは S の場合よりも劣っている。また、最初に S が提案された場合には、「中立」が賛成するので、「政府・経済界」にとっては、賛成・反対は無差別となり、仮定より反対することになる。さらに、最初に B が提案されて反対する場合には、2 回目の提案が A あるいは S に関わらず結果は S となるが、均衡戦略から乖離した「日銀」に対しては $x_C = \phi$ と評価するので、最初に反対して結果 S となるよりも、賛成して B を実現に導く方が望ましくなる。

また、最初に A で 2 回目に S が提案される場合には、「中立」委員が賛成するので、「政府・経済界」にとっては無差別となり、想定通り反対することになる。最初に A で 2 回目に B が提案される場合に反対すると、結果として S となるが、 $x_C = \phi$ と評価しているので、賛成して B を実現に導く方が望ましくなる。また、最初に S で 2 回目に A あるいは B が提案される場合については、想定された戦略から乖離すると、結果として A となるが、これらのケースについても、 $x_C = \phi$ との信念のもとでは、当初の戦略通りに行動して、B を実現した方が「政府・経済界」にとって望ましくなる。最後に、最初に B で 2 回目に A あるいは S が提案される場合には、想定された戦略から乖離すると、結果として A が実現するが、これらのケースについても、 $x_C = \phi$ との信念のもとでは、当初の戦略通りに行動して、B を実現した方が「政府・経済界」にとって望ましい。したがって、 $x_G = \phi$ の「政府・経済界」にとって、上記戦略から乖離する動機はないことがわかる。

証明終わり。

注

- 1) たとえば、1989年12月には、金融引き締め政策を巡って、大蔵大臣から日本銀行に白紙撤回要求があったといわれている。また、古くは、1961年9月の金融引き締めの際にも政府から圧力があり、引き締め政策の実施が先延ばしされたといわれている。
- 2) Rogoff (1985), Lohman (1992), Persson-Tabellini (1993), Walsh (1995), Svensson (1997) など。
- 3) Waller (1992) は、中央銀行の理事の任命プロセスやその任期について分析を行っている。彼の議論は、Alesina (1988) の「政治的景気循環理論 (political business cycles theory)」に基づくものであり、「党派金融政策 (partisan monetary policy)」による景気循環を防ぐためには、moderate な選好 (preference) を持った人が理事に任命されるように理事の任期を長期化すべきであると主張している。しかし、この議論は、中立的な金融政策の優位性が先験的に仮定されている点で、本稿の分析とは異なっている。
- 4) 中央銀総裁の選好に関してはともかく、外部委員の選好に関してこのような仮定をおくことに対しては異論があるかもしれない。しかし、政策委員会のメンバー全員が日本銀行のそれと全く一致しているとは考えにくく、相対的に「政府・経済界」委員に近い選好を持った人、政府・経済界と日銀の間の選好（「中立」委員に近い）立場の人、が存在していると想定してもそれほど不自然ではないであろう。
- 5) 改正日銀法では、議長は、政策委員の互選によるとされている（過去はすべて日銀総裁が議長を兼ねている。ちなみに FRB の場合は、議長が一つの役職となっており、その任期は4年で大統領選1年前に選出されることになっている）。また、提案権に関しても、議長以外が提案をするこ

とは許されており、政府による「議決延期請求権」(可決された政策の実施を延期提案)が認められている。

- 6) 多数決 (majority voting) に関するモデルとしては、ここで想定したもの以外に、各委員が(自分の好きな)政策を一つだけ紙に書いて投票するというタイプのものも考えられよう。しかし、このタイプの多数決の場合には、仮に、政策委員全員が同じ選択肢(例えばA)を最も好んでいることが知られているとしても、全員がそれとは異なる選択肢(例えばB)を紙に書いて投票してしまうというおかしなナッシュ均衡を排除することができない。また、上述のようなタイプの多数決だと、政策の選択肢が限られているケースには有効であるものの、金利を何%にするかなど選択肢が連続変数で無数にある場合には、實際上実行不可能である。さらに、投票が割れた場合の disagreement point をどう設定するかによって、解が影響を受けるという問題点もある。そこで、本稿では、不自然な均衡および投票の現実性と言う観点から本文のような多数決モデルを想定することにした。
- 7) 政策S(現状維持)の提案・投票プロセスについては、文字通り、議長が現状維持を提案してそれに決が採られると解釈してもよいが、政策提案プロセスの途中で、議長が議事進行に関して提案を行っているともみなすことも可能である。例えば、議長は、「これで政策委員会を閉会して今回は政策の変更を行わないとするか、あるいは、議事を進めて別の政策変更の提案Bを行うかどうか」メンバーに尋ねたとする。このことは実質上Sを提案しているに他ならず、議事の進行自体が反対(否決)された場合には、Sが実現することになる。
- 8) 本稿では、メカニズム・デザインの理論において想定されるようなレポート依存型の報酬契約 (type contingent contract) を提示することは困難であると仮定する。通常、中央銀や政府などの行政機関においては、Tirole (1994) が指摘するように、1) 目的の多様さ、2) 目的達成の評価の困難さ、の問題があり、明示的な契約により十分なインセンティブを与えることは困難であるとされている。つまり、報酬契約を通じて、各プレイヤー(中央銀、政府)の政策に関する選好を変えることは不可能であり、以下では、政策決定権のみが当初から与えられているような状況(一種の不完備契約)を想定することにする。
- 9) 均衡戦略を明示的に求めるのではなく、このゲームにおいてAのみが結果となることを示すことにする。例えば、最初に(Aではなく)Bが提案されよう。仮に、これが否決された場合には日銀はA or Sを提案することになるがAが提案された場合には、(政府・経済界のタイプがこの時点で reveal しているかどうかにかかわらず)政府・経済界あるいは中立委員のどちらかが賛成する動機を持ち、逆に、Sが提案された場合に、どちらの委員も反対する動機を持つことになる。従って、Bが否決された場合には、(日銀がどちらの案を次に提案するとしても)結果としてAが実現することが予想される。このことを前提として最初のBに関する投票について考えると、中立委員(両タイプ)が反対する場合には、中立委員も反対する動機を持つことになる。つまり、最初にBが提案されても結果はAである。Sが最初に提案される場合についても同様に議論することができ、結果はAとなることがわかる。
- 10) $\hat{c} = 1$ とレポートした後のゲーム(提案・投票ゲーム)では、3.1節で分析したような戦略に従うはずである。なぜならば、もしレポート後のゲームで均衡戦略とは異なる行動をとるならば、 $\hat{c} = \phi$ であることが明らかになってしまい、結局Bが現実することになるからである。
- 11) 中原伸之委員は、在任期間中、ほぼ一貫して金融緩和を主張し、執行部の議案に反対する提案

や執行部案への反対投票を行っている。ただし、2000年8月から2001年2月までの当該期間においては、中原委員以外の委員からも、景気の先行きに対する不安感が意見として述べられており、2001年2月9日の決定会合では、中原委員に加えて、三木委員も、執行部の実体経済の認識の甘さを批判する形で、金融経済月報の「基本的見解」に対して反対票を投じている。

参 考 文 献

- Agihon, P. and J. Tirole (1997), "Formal and Real Authority in Organizations.", *Journal of Political Economy*, vol. 105, pp. 1-29.
- Alesina, A. (1988), "Macroeconomics and Politics.", in NBER *Macroeconomics Annual*, pp. 17-52.
- Barro, R. and D. Gordon (1983), "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy.", *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, pp. 101-122.
- Dewatripont, M. and J. Tirole (1999), "Advocates.", *Journal of Political Economy*, vol. 107, pp. 1-39.
- Fujiwara, K. (2000), "Central Bank Independence and Efficiency of Decision Making by Monetary Policy Board.", mimeo.
- Kydland, F. and E. Prescott (1977), "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Rules.", *Journal of Political Economy*, vol. 85, pp. 473-490.
- Laffont, J. J. and D. Martimort (1994), "Separation of Regulators Against Collusive Behavior.", IDEI discussion paper series No. 44.
- Lohman, S. (1992), "The Optimal Degree of Commitment: Credibility versus Flexibility.", *American Economic Review*, vol. 82, pp. 273-286.
- Martimort, D. (1996), "The Multiprincipal Nature of Government.", *European Economic Review*, vol. 40, pp. 673-685.
- Persson, T. and G. Tabellini (1993), "Designing Institutions for Monetary Stability.", *Carnegie Rochester Conference Series*, vol. 39, pp. 53-84.
- Rogoff, K. (1985), "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target.", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 100, pp. 1169-1190.
- Svensson, L. E. O. (1997), "Optimal Inflation Targets, 'Conservative' Central Banks, and Linear Inflation Contracts.", *American Economic Review*, vol. 87, pp. 98-114.
- Tirole, J. (1994), "The Internal Organization of Government.", *Oxford Economic Papers* vol. 46, pp. 1-29.
- Waller, C. J. (1992), "A Bargaining Model of Partisan Appointments to the Central Bank.", *Journal of Monetary Economics*, vol. 29, pp. 411-428.
- Walsh, C. E. (1995), "Optimal Contracts for Central Bankers.", *American Economic Review*, vol. 85, pp. 150-167.