

基調講演

中央銀行とは何か ——教科書、実際、挑戦——

青山学院大学国際政治経済学研究科 特任教授、日本銀行 前総裁

白 川 方 明



○白川 ご紹介いただきました白川です。

本日は、早稲田大学産研アカデミック・フォーラムにお招きいただきましてありがとうございます。主催者であります早稲田大学産業経営研究所、それから矢後先生はじめ多くの方々に心からお礼を申し上げます。

今日のテーマである「中央銀行」ですが、私は1972年に日本銀行に入りました。ご存知のように、現在、中央銀行の一挙手一投足に世界的に非常に大きな関心が集まっています。中央銀行で長く働いた人間の1人として、中央銀行に対する関心が高まるということ自体は非常にうれしいことですけれども、同時に、今日これから申し上げる理由で、この一挙手一投足に関心が集まるという現在の状況に戸惑いといいますか、危うさといいますか、そういうものも感じています。

中央銀行の役割を正しく理解するということは、経済・金融にとって大事であるだけでなく、一国の社会のあり方を考える上でも非常に大事なテーマだと思います。そこで、本日は「セントラル・バンキングとは何か——教科書、実際、挑戦——」と題しまして、中央銀行の将来について皆さんとともに一緒に考えてみたいと思います。

（シート2） 先ほど、矢後先生から中央銀行の歴史についてお話がありました。矢後先生のお話の中で、「中央銀行は最初からあった存在ではなく、後からなった存在である」という言葉がございましたけれども、私は先生のこの言葉に強く共感しています。過去100年間の中央銀行の変化の姿や歴史を振り返ってみますと、正に矢後先生のおっしゃった通りだと思います。

それと同時に、中央銀行には変わらないものもあるように感じています。何が変わり、何が変わらないものとして残っているのかということでもありますけれども、そうした問題を考えるときの1つの出発点は歴史であります。といっても中央銀行の長い歴史をわずか数十分で話すことはできませんから、本席では中央銀行の歴史をスナップショット風にいくつか見てまいりたいと思います。

（シート3） 昨年、2014年は第一次世界大戦勃発からちょうど100年経過した年でありました。約100年前の金融を考えてみますと、第一次世界大戦が勃発し、金本位制から多くの国が離脱をした、そういう時期でありました。第一次世界大戦が終わった後はいったん金本位制に戻るわけですが、1930年代に入って再び金本位制から離脱し、管理通貨制度に移行するわけであります。

それでは50年前はどうか。つまり、1970年前後を考えてみますと、当時はIMFのブレトン・ウッズ体制でした。各国は金に兌換できるドルに対して固定平価を設定し、国際収支の基礎的な不均衡が大きくなったときにこの固定レートを調整するという、いわゆるアジャスタブル・ペッグというシステムを採用していました。

基本的にはこれは固定平価制度の通貨システムでしたけれども、50年ぐらい前から徐々にこのシステムの維持が難しくなってきました。具体的には、1969年に西ドイツがマルクの切り上げを行い、1970年にカナダが変動相場制に移行し、1971年8月に米ドルの金交換が停止され、同年12月にはいわゆるスミソニアン合意が成立しました。つまり、いったんここで固定相場制に戻るわけですが、これは長続きせず、1973年2月から3月にかけて主要国は一斉に変動相場制に移行し、以後、基本的には先進国はずっと変動相場制を採用しています。

次に、1972年ですけれども、別に1972年に大きな意味があるわけではなく、単に私が日本銀行に入った年という程度の意味で取り上げました。私が日本銀行に入った当時、中央銀行が何であるかについて私自身ほとんど何も知りませんでしたけれども、当時の状況を現時点で整理してみると、こういうことがいえるかと思います。

日本は1973年、74年と非常に激しいインフレを経験しました。第一次オイルショックに伴うインフレといわれている時期ですけれども、1972年はそうした激しいインフレに突入する直前の時期でした。当時、金融政策については景気と物価のトレード・オフ、あるいは失業と物価のトレード・オフ、つまり、物価上昇率を下げようとすると、失業率が高くなることを甘受せざるを得ないという議論が盛んでした。そのように理解すると、政策の選択は失業あるいは景気と物価とどちらをどの程度優先するのかということになります。

当時は中央銀行の独立性も非常に限定的でした。民間金融機関の業務についてもさまざまな規制があり、金利も基本的に規制されていました。こういうもとでの中央銀行の金融政策ですけれども、当時は公定歩合の変更と窓口指導が主たる手段でありました。

当時、金利は規制金利でしたから、金利を変更するためには個人預貯金の約3分の1を占める郵便貯金との調整が非常に大きな課題になっていました。従って、金利を変更するためには郵政省と交渉しないといけないという時代でありました。そのために金利の変更もなかなか弾力的に行えないという時代で、今日からしますと隔世の感があります。それが1972年頃の状況でした。

(シート4) それでは、30年前はどうか。つまり、1985年当時はどうかということですが、この年は9月に有名なプラザ合意が成立しました。当時のドル高を修正し、各国が協調的に介入を行い、円滑な形でドル高の是正を図っていく。アメリカ以外の通貨からしますと、自国通貨の切り上げを容認していくという合意がなされたのが1985年の9月でした。今から振り返ってみますと、当時はいわゆる国際政策協調(International Monetary Policy Coordination)の考え方の最盛期でした。また、この時期は、その後、1987年、88年、89年と大変な勢いで拡大していくバブル発生の直前の時期に当たりました。

では、20 年前の 1995 年はどうかということですが、金融機関の破綻が続発し始めた時期でした。当時はまだ中小の金融機関が中心でしたけれども、次第に大規模な金融機関に破綻が広がり始めていた時期でありました。不良債権の問題がマクロ経済を大きく圧迫し、金融セクターを建て直すことが大きな課題でしたけれども、これがなかなか進まず、政府も日本銀行も大変苦労した時期でした。

当時は、金融機関の破綻を円滑に処理しようと思っても、そもそも円滑な破綻処理を可能にする法的な倒産の枠組みが存在していませんでした。また、金融機関の破綻処理をするためには財源が必要ですが、財源が絶対的に不足している時期でした。そういうことから、なかなか不良債権処理が進まない、そのためにマクロ経済が悪化する、その結果、また不良債権も増えていく、そのような時期でした。

10 年前の 2005 年はどうかといいますと、いわゆる「大いなる安定」(Great Moderation)という考え方の最盛期でした。多くの先進国は長期間に亘って物価安定が実現し、その下で成長率も高く、さらに物価にしても GDP にしても変動幅が小さく、経済の良好なパフォーマンスが大きく喧伝された時期でありました。

そして、そうしたマクロ経済の良好なパフォーマンスには金融政策も大きく寄与しているという議論が一般的でした。また、そうした金融政策運営を理論的にサポートするもの、あるいはそれを制度的にサポートする枠組みとして、いわゆるインフレーション・ターゲティングが次第に主流の考え方になっていきました。後から詳しく申し上げますけれども、中央銀行が物価の安定を目標として金融政策を運営すると、マクロ経済、ひいては金融システムも安定していくという主張でして、今から振り返ってみると非常に楽観的な思想であったという感じがします。

2003 年にロバート・ルーカスというシカゴ大学の経済学部の先生——ノーベル賞も得た非常に偉い先生ですが——がアメリカ経済学会の会長講演として次のようなことをいっています。「Central problem of depression-prevention has been solved, for all practical purposes, and has in fact been solved for many decades.」。つまり、大不況の問題は基本的に解決したのだということを書いていた時期でした。

現在はといいますと、グローバル金融危機が発生して既に 8 年が経過していますが、依然として先進国経済は低成長から脱し切れませんし、最近では長期停滞 (Secular Stagnation) の可能性も活発に議論されています。グローバル金融危機を受けて、金融の規制・監督の面でもさまざまな見直しが進行中であります。

(シート 5) 今、駆け足で過去 100 年の通貨あるいは中央銀行の歴史を振り返ってみましたけれども、こうした歴史を振り返ってみて私自身が感じることのひとつは、我々は通貨の安定を求めて (Quest for Stability of Currency)、長い旅を続けており、絶えず模索をしているということです。

通貨・金融の枠組みの 3 つの構成要素を考えてみますと、いろいろな分類が可能だと思いま

すけれども、本席では知的な枠組み（Intellectual Framework）、制度的な枠組み（Institutional Framework）、オペレーショナルな枠組み（Operational Framework）、この3つに分けて考えてみたいと思います。

知的な枠組みとは、例えば先ほど景気と物価の間にトレード・オフがあるという考え方、あるいは物価の安定が経済の安定を保障するという考え方、そうした知的な枠組みが1つの柱です。制度的な枠組みというのは、例えば金本位制とか変動相場制、固定相場制、そうしたものです。オペレーショナルな枠組みというのは、これは今申し上げた知的な枠組み、あるいは制度的な枠組みのもとで金融政策を具体的に運営するためのやり方という次元に属するものですが、例えば物価上昇率の目標を設定し、それを実現していくように金融政策を運営していくという、インフレーション・ターゲティングの枠組みもオペレーショナルな枠組みのひとつです。

あるいは、マネーサプライの増加率に一定の目標を定めて金融政策を運営していくというのも一時期盛んだったオペレーショナルな枠組みのひとつであります。

どのような枠組みが最も望ましいのかということですが、ある時期は金本位制であり、ある時期は固定相場制であり、また、ある時期は変動相場制でした。最近、変動相場制のもとでインフレーション・ターゲティングを採用することによって経済は安定するという考え方が広がっていた訳ですが、グローバル金融危機発生後は、インフレーション・ターゲティングの枠組みについてもかつてのような楽観的な見方はなくなり、真剣な見直し機運が徐々に高まっています。

こういう歴史を振り返ってみると、「正しいと思っていた枠組みは実は間違っていた」というふうに考えられる方もおられるかもしれませんが、私自身はそうは思いません。それぞれの通貨安定の枠組みはその時点の経済・金融の状況にそれなりに対応した、相対的に望ましい枠組みであったと思います。ただ、経済や金融は、複雑な相互作用のシステムであるため、最適な枠組みも徐々に変化していきます。複雑な相互作用はいろいろなレベルで起きます。实体经济の内部でも起きますし、实体经济と金融、自国と海外、あるいは経済と政治・社会等の相互作用、いろいろな形で相互作用が働いていきます。常に新たな変化が生まれ、その結果、当初は望ましいと考えられた通貨・金融の枠組みも次第に最適なものではなくなっていくという宿命にあるように思います。現実の中央銀行は、こうした変化する経済の大きな潮流の変化に自らを適合させるべく常により望ましい通貨・金融の枠組みを模索しているというふうに、私には見えます。中央銀行は其中で必死になって最適な枠組みを模索し、そこから金融政策の新たな慣行が徐々に生まれ、やがてそうした慣行が理論として教科書にも記述され、さらにそれがアップデートされていく、そういうプロセスをずっと経ているように思います。

（シート6）先ほど通貨・金融の枠組みを構成する3つの要素を申し上げましたが、本日は時間の関係で最も基礎となる Intellectual Framework についてより深く考えてみたいと思います。先ほどグローバル金融危機の前の状況について話しましたが、グローバル金融危機以前の主流派の Intellectual Framework はどういうものであったかということを今振り返ってみ

ますと、これから申し上げる4つの要素から成り立っていたというふうに思います。

第1は金融政策の目的は物価の安定にあるという理解です。物価安定の実現は経済の持続的成長を達成する上で中央銀行のなし得る最大の貢献である、そういう理解であります。

第2は中央銀行の独立性です。中央銀行に独立性を与えることによって中央銀行は短期的な利害から遮断されて物価安定を目指した金融政策を運営することができるという考え方です。もちろん民主主義社会ではこの独立性というのは当然アカウンタビリティを伴います。そして、このアカウンタビリティを果たしていくやり方として透明性が求められます。つまり、独立性、アカウンタビリティ、それから透明性というのが一体となってくるわけであります。

第3は物価安定と金融システム安定の二分法であります。物価の安定は金融政策によって達成される、それから、金融システムの安定は金融機関に対する規制・監督によって達成されるということであります。個々の金融機関に対する規制・監督、これはよくミクロ・プルーデンス政策というふうに呼びますがけれども、個々の金融機関の健全性を確保すれば金融システムは安定していくという考え方であります。そうした理解に立った上で、この両者を独立のものとして考え、それぞれの仕事を責任ある当局に委ねる、すなわち、物価安定は中央銀行に、金融システムの安定は規制監督当局にという考え方でありました。

第4は、英語で書いていますけれども、「Put one's house in order」という考え方です。つまり、自分の家をきちんと整えるということですがけれども、各国が自国の経済の安定を目指して最適な金融政策を行えば世界経済全体の安定にもつながっていくという考え方です。言い換えると、部分最適を追求すればグローバルな最適も実現されていくという思想です。以上の4つがグローバル金融危機前の Intellectual Framework の考え方であったと思います。

(シート7) 結果はどうかということですがけれども、先ほどのスナップショットで見ましたとおり、グローバル金融危機が2007年以降大規模に発生し、8年以上経過した現在まだ低成長から脱し切れていないという状況であります。

そこで、先ほど申し上げた Intellectual Framework の4つの要素とでも言うべき考え方がその後どのような評価をたどったかというのを振り返ってみたいと思います。まず物価安定でありますけれども、これは今回のグローバル金融危機だけではなくて、日本のバブルあるいは東アジアの金融危機等も含めてこの20年間の世界経済を振り返ってみますと、世界のマクロ経済の最も大きな変動は、実はインフレによって起きているわけではなくて、バブルとその後の金融危機によって生じていることが分かります。

バブルは高いインフレ率のもとで起きているわけではなくて、低インフレ率のもとで起きているということでもあります。しかし、バブルが崩壊し、金融システムの安定が損なわれますと、長い目で見て物価の安定それ自体も損なわれてくるということでもあります。

2つ目は独立性、アカウンタビリティ、透明性であります。これ自体は非常に大事な考え方ですがけれども、短期の物価見通しでは捉えにくいリスク、あるいは重要であっても測定が難しい

リスクが軽視される傾向が生まれてきました。

振り返ってみると、「大いなる安定」の時期をみると、確かに物価は安定していましたが、レバレッジが拡大する、借金が増えていく、資産価格が上昇していく、そのもとで資金の調達・運用の面でも期間のミスマッチが拡大するという、いわば「金融的な不均衡」が蓄積して、最終的にはこれがいわば爆発するという形でバブルが崩壊しました。

金融危機の後、今度は独立性をもった中央銀行の政策に対する期待あるいは依存というもの非常に強まってきました。そうした現象は、よく「Overburden of monetary policy」とか、「The only game in town」という言葉で表現されるようになっていますが。「The only game in town」という言葉は、本来はそれが必ずしも最適ではないけれども、ほかに誰もいないから中央銀行がどんどん仕事をやっていかざるを得ないという状況を表す言葉として使われています。それと同時に、本来必要なさまざまな構造的な取り組み、構造政策の実行が遅れるという傾向も生まれてきています。これはいずれも意図せざる、あるいは予想せざる経済主体の行動変化あるいは社会のダイナミックスだと言うことができます。

(シート8) 3つ目の物価安定と金融システムの安定の二分法でありますけれども、既に触れましたように、物価の安定と金融システムの安定は実は別々の目的ではなくて、両者は密接に関連しているということが分かってきました。しかし、それにもかかわらず、先ほど申し上げた、物価の安定は中央銀行、金融システムの安定は規制監督当局にというような組織的な分離は、お互いに関連する他の事項への関心の低下を生み出しました。

つまり、物価の安定、金融政策の運営をしている人は物価の安定だけに関心が集まり、規制監督当局は金融システムの安定のほうだけに関心があり、両者のマクロ的な連関に対する関心が低下していったということでもあります。それから、中央銀行の中でも組織の文化として金融政策と金融システムの安定、その間に十分な知的な交流がなされないという傾向が生まれてきたわけで、これもいわば意図せざる変化と言うことができます。

それから、4つ目の「Put one's house in order」でありますけれども、これも結果的にはグローバルな金融緩和バイアスを生み出してきているという感じがいたします。大きな国の金融政策は自国の金融環境だけではなくてグローバルな金融環境にも大きな影響を与えることを通じて、食料品とかエネルギー等の国際商品市況にも影響を与えます。仮にそうした食料品、エネルギーの影響を除く消費者物価の動き、これはよくコア物価指数と呼んでいますけれども、このコア物価指数の安定を目指して金融政策を運営しますと、結果として自らの金融政策が自国の物価に与える影響、つまり、自らの金融緩和政策が世界全体の食料品あるいはエネルギーの価格に影響を与え、それが自国の物価に戻ってくるという部分を結果的には無視してしまうことになり、グローバルな緩和バイアスが生まれてくるわけがあります。

あるいは、現在のゼロ金利環境ですが、ゼロ金利制約に直面しますと、金融緩和政策の主たるチャンネルは為替レートということになってきます。このことの持つインプリケーションですが、

ある国だけがゼロ金利制約に直面する場合には、その国は非伝統的な政策を採用することによってある程度は緩和効果を実現することは可能となります。しかし、どの国もがゼロ金利制約に直面しますと、当然のことながらこの為替レートチャネルを通ずる効果は相殺し合います。その結果起こることはグローバルな緩和バイアスということでもあります。

こうしたこと、つまり、グローバル化が非常に進展していく、あるいはゼロ金利制約に直面するという状況を踏まえたと、「Put one's house in order」、つまり、各国が部分最適を追求することが全体最適を保証するものでは必ずしもなくなっているという現実があるということでもあります。

(シート9) その意味で、「New quest for stability of currency」というふうに書いていますがけれども、新たな通貨安定の枠組みがやはり必要になってきているように思います。先ほどスナップショットで振り返ったように、過去の歴史は経済の環境変化に合わせて常に新たな通貨安定の枠組みが必要になってきていることを示していると申し上げましたが、正に今はそのような状況にあるように思います。

物価の安定についていいますと、これはもちろん依然として大変重要です。ただ、重要なことは、目標とすべき物価安定は短期的な安定ではなく、中長期的な物価の安定であるということでもあります。それから、2つ目の独立性、アカウンタビリティ、透明性ですけれども、本来は中長期的な目的達成のために短期的な利害から遮断された中央銀行に独立性を与える、そのためにアカウンタビリティ、透明性をきちんと果たしていくということであったわけです。しかし、結果的には、中央銀行は時として独立性、アカウンタビリティ、透明性のトラップにはまり込んでしまっているような感じもいたします。

中央銀行の独立性は大事ですが、独立性は本来は経済・金融の安定のために必要なことであった訳です。しかし、それが徐々に変質し、アカウンタビリティや透明性のテストに合格するために金融政策を運営していくという傾向も生まれ、そのことが却って経済の変動をもたらす傾向も生まれてきているように感じています。そうした傾向が強まると、これはある種のトラップがあります。本来の目的である中長期的な経済の安定の実現につながる制度あるいは運営を工夫していく必要があるというふうに感じています。

それから、物価安定と金融システム安定の二分法ですけれども、金融システムの安定を図っていくためには、経済全体、金融システム全体の安定を見ていく。そのためにはマクロ経済との相互作用も十分に見ていくというふう、いわゆるマクロ・プルーデンスの視点が大変大事になってきているように思います。

4番目に、「Put one's house in order」ですけれども、これは一番難しい問題です。現状についての分析は先ほど申し上げた通りですが、各国の中央銀行は自国経済の安定に責任を有するというマンデートを前提にすると、現実的に実行可能な解はなかなか難しいというのが率直な感じ です。

(シート 10) 次に、以上申し上げたような問題を考えていく上で、いくつかの論点を提起してみたいと思います。たくさん論点がありますが、本日は3点に絞って申し上げたいと思います。

1つは、これは経済学の言葉を借りますと、最適制御 (Optimal Control) という思想なのか、あるいはミニマックス戦略という思想をとるのかということであります。最適制御とは将来の経済を予測して最適と考える状態を実現するように金融政策変数を操作するということです。例えば望ましい物価目標率との乖離をできるだけ小さくし、また失業率にしてもいわゆる自然失業率との乖離をできるだけ小さくする、それに対応する金利というものを見つけ出し、その金利を実現することによって最適な状態に近づけていくというアプローチです。

最適制御というのは、もしこれが実現できるのであれば、もちろん理想的です。しかし、我々の知識は非常に限られているということも厳然たる事実です。現在、主要国の中央銀行はいずれもゼロ金利政策を採用していますし、いずれもバランスシートを著しく拡大させています。それから、少なからぬ中央銀行はマイナス金利を採用しています。こうした姿を20年前あるいは10年前、多くの人が予測していただろうかということでもあります。

私自身、例えば10年前、国際会議に多く出席していきまして、日本のゼロ金利政策あるいは量的緩和政策について度々説明していましたが、将来こうした政策をFRBあるいはECBが採用する事態に立ち至るとは全く思っていませんでしたし、多分多くの人もそうであつただろうと思います。

そのように考えますと、われわれは自らの予測能力、予知能力にどの程度、信を置くことが適当なのかという、根源的な問題に直面します。そういうやや悲観的ではあるが現実的なケースを想定すると、最適戦略に代わるもう1つの戦略として、ゲーム論でいうミニマックス戦略、すなわち、最大損失を最小化するという政策思想も考えることが出来ます。中央銀行が貢献できるものは安定的な金融環境をつくっていくということだと思いますけれども、そうした安定的な金融環境が一度壊れますと、経済にとてつもなく大きな悪影響を与えます。そうしたリスクをできるだけ小さくすることを主眼に金融政策は運営すべきではないかというのがミニマックス戦略であります。つまり、バブルを起こさないようにする、あるいは、金融システムが崩壊しないようにすることというのがミニマックス戦略だということです。この戦略は最適制御戦略に比べますと、あまりにも慎重しやかに過ぎるかもしれません。他方で、最適戦略は実現できるのであればそれが良いことは明らかですが、現実には安定した時期も作り出す一方で、時々とてつもなく大きな変動を作り出している可能性もあります。

どちらがよいのかということでもありますけれども、明確に割り切れる問題ではありません。私がここで言いたいことは、100%最適制御が良いとか、100%ミニマックス戦略が良いということではなく、知的な振り子がこの20年ぐらい相当程度最適制御のほうに傾き過ぎたのではないかと、そうだとすると、この振り子をもう少しミニマックス戦略のほうに傾ける必要があるかどうかと

ということです。これが私の提起したい第1の論点であります。

将来を展望した場合、私が現在関心をもっている事項をいくつか並べてみました。例えば現在、Digitalizationが急速に進行しています。デジタル通貨もそうですし、Internet of Thingsもそうですけれども、いろいろな形でDigitalizationが進行していますけれども、こうした動きは一体経済・金融にどのような影響を与えるのでしょうか。一例を挙げますと、Digitalizationが急速に進行する下で、サービスの質も変化していきますが、我々は将来にわたって、本当に物価というものを正確に測れるのだろうかという思いもいたします。

このほかにも様々な難しいチャレンジに直面しています。例えば、既に日本はこの問題を経験していますけれども、急速な高齢化、人口の減少がマクロ経済にどのような影響を与えていくのかは大きな問題です。現在進行中の金融規制・監督の強化は最終的に金融セクターをどのように変え、マクロ経済にどのような影響を与えていくのか、あるいは程度の差こそあれ現在、全世界的に進行中の資産・所得分配の不平等化が政治、社会をつうじて経済にどのような影響を与えていくのかということも論点です。

このようなことを考え、また我々の過去の間違いの経験を振り返った上で、最適な通貨安定の枠組みはどのようなものになっていくのだろうかということを考えたときに、私自身は人間の知識の限界ということはどうしても意識させられ、我々はもう少し謙虚である必要があるのではないかと感じています。

(シート11) この点で私は、フリードマンが1968年にアメリカ経済学会で行った有名な講演で言っていることに非常に共感をもっています。この講演は「The Role of Monetary Policy」と題されており、金融政策の役割について、次のように論じています。

「The first and most important lesson that history teaches about what monetary policy can do...and it is a lesson of the most profound importance...is that monetary policy can prevent money itself from being a major source of economic disturbance...」

私なりに言い換えてみますと、金融政策の最大の役割はこのmoneyという、経済の発展に潜在的に大きく貢献する道具が経済混乱の大きな源になることを防ぐことであるとフリードマンは言っています。私自身はこのフリードマンの考え方に非常に共感を覚えています。この考え方は、先ほどの最適制御というより、ミニマックス戦略に近い政策思想であると思っています。

(シート12) 第2の論点は、グローバル化のもとの金融政策の対外的波及効果とフィードバックという論点であります。先ほど「Put one's house in order」という言葉をいいましたが、これに対立する言葉としては「Keep global village in order」という言葉があります。これはBISのクラウディオ・ボリオというチーフ・エコノミストが使った言葉ですけれども、統一的な政府や中央銀行が存在する訳ではないが相互に密接に関連した世界経済全体、すなわち、グローバル・ビレッジをきちんとしていくということをあらわしている言葉であります。

私はしばしば議論される金融政策の国際的な協調という問題に向き合うたびに、非常に複雑な、

アンビバレントな気持ちがしています。1980年代後半、先ほど政策協調の議論が最盛期だった時期には、私、日本銀行の中で金融政策を担当する局で、ミドルスタッフとして仕事をしていましたけれども、現在でもその時期の日本の苦い経験は強い記憶となって残っています。一言で言うと、日本銀行が経済の持続的な安定を目指した金融政策を運営していく上で、国際的な政策協調という名のプレッシャーが大きな障害となったという苦い教訓があります。そういうことを考えますと、原則は「Put on's house in order」であるという考え方に強い共感を覚えます。

しかし、一方でこの10年間位の世界経済を見てみますと、金融のグローバル化の進展とゼロ金利環境のもとで、「Put one's house in order」という考え方だけで本当に世界経済の安定化は実現できるのだろうかという疑問も強くなってきています。各国は自国の金融政策を用いて自国経済の安定化、最適化を図ろうとしていますが、先ほども述べたように、ゼロ金利環境の下で唯一残る効果波及チャネルも互いに相殺し合い、結果としてグローバルな緩和バイアスだけが残り、結局、自国経済の最適化にも、グローバル経済の最適化にもつながっていないという思いもするわけであります。

そういう意味で、知的な意味ではKeep global village in order論には共感をもっている一方、現実の中央銀行は、日本銀行に限らずどの国の中央銀行も自国の経済の安定に第一義的な責任をもっているわけでありますから、世界経済全体の安定を実現するために短期的には自国経済の安定を犠牲にするということとはできないというのも厳然たる現実であります。

そうすると、どうすればいいかということでもありますけれども、最低限必要なことは自国の金融政策の対外的な波及効果と、それが回り回って自国にどうフィードバックしてくるかということとを少なくとも知的な意味では全て「内部化」して考えていくという作業が必要だと思ひますし、また、そのための率直な意見交換が必要だと感じています。

(シート13) 3つ目の論点は、中央銀行が貢献し得ることと貢献し得ないことの認識、これが非常に大事だということです。中央銀行が貢献し得ることとして私自身はいつも以下の3つ挙げています。

1つ目は金融システムの崩壊を防ぐことでありまして、中央銀行が「最後の貸し手」として流動性を供給するということです。まさにこれはリーマン破綻後の金融システムの動揺に対し、各国の中央銀行が行ったことであります。ただ、金融システムの問題の根源がソルベンシー、つまり、支払い能力の不足である場合には、単に流動性を供給するだけでは問題は解決しませんから、政府による抜本的な政策、取り組みが不可欠となります。

2つ目は、信用バブルの拡大を抑制する努力をすることです。バブルの発生は金融政策だけで防げるかというと、私自身はそこまでは自信がありませんが、金融政策の運営が不適切な場合は、バブルがさらに拡大してしまうということは十分あり得ることだと思っています。そういう意味で、信用バブルの拡大を抑制する努力を払うことは中央銀行の役割の1つだと思っています。

3つ目は長期的な物価動向が予測可能かつ安定的という信頼感を形成するように努めていくこ

とです。これも中央銀行の果たし得る貢献です。

逆にいうと、こうしたこと以外の目標の多くは中央銀行だけでは達成しにくいものであります。それにもかかわらず、中央銀行が独立性をもっているということが本来意図したこととは逆に、単に「動きやすい」というだけの理由によって中央銀行が動く、あるいは中央銀行だけが動くということになってしまうと、結果として経済全体の問題がなかなか解決していかない、ひいては持続的経済成長が実現していないということにもなりかねません。

(シート 14) 以上3点、中央銀行の通貨あるいは金融の安定を求めての旅について申し上げましたけれども、それと同時に、中央銀行の変わらない側面についても語る必要があると思っています。この点では、私自身は4つを強調したいと思っています。

第1は中央銀行という組織に対する信頼の重要性です。つまり、信頼にたえ得る組織(Trustful Institution)であることの重要性です。中央銀行が金融政策を運営していく、あるいは最後の貸し手として行動していくということが出来る前提を考えてみますと、最も大きな前提は中央銀行が信頼できる組織であるとみなされていることではないかと思います。

第2は、中央銀行の組織文化やそれを支えるスタッフの重要性ということです。中央銀行を定義しようとする、物価安定の実現を目指して金融政策を運営する組織であるというのが標準的な定義になります。この定義は大きく間違っているわけではありませんけれども、もう一步深く踏み込んで中央銀行の意味を考えてみますと、中央銀行とは、常に変化し続ける経済の中で、何が中長期的に持続可能な物価の安定であるかということ考えて金融政策を実行していく組織だと言えます。そう考えますと、私自身は中央銀行を単に金融政策を遂行する組織と定義するより、「常に学習を続けていく組織」、つまり、何が正解であるのかということを常に考えていく、それが中央銀行という組織の本質だと思います。

中央銀行とはそういう組織だと考えると、中央銀行が組織を通じて生み出しているものはそうした「学習能力」や学習を大事にする組織文化であり、その具体的な成果が物価の安定あるいは金融システムの安定だというふうに思います。そういう意味で、私が大事だと考える中央銀行の組織文化は、中長期の視点を大事にする、リサーチというものを大事にする、あるいは銀行業務を大事にしていくということであり、さらに、そういうものが大事だというふうに考え、そのもとで人を育て、スタッフを育てていく、それが伝統として残っていくというのが中央銀行の大事な組織文化だと思います。

(シート 15) 第3は、銀行業務をつうじた貢献の重要性ということで、既にカバーされているかもしれませんが、「最後の貸し手」、あるいは決済サービスの提供ということも非常に大事な側面であります。リーマン・ショックの後、日本銀行が主要国の中央銀行とニューヨーク連銀と協力して行ったことはドル資金の確保をした上で、これを無制限に供給できる仕組みでありました。これはまさに銀行の銀行たる側面でありますけれども、こうしたことを主要国が協力して行ったということでもあります。

(シート 16) 決済については今まであまり触れませんでしたけれども、決済システムが改善されてきたことによって、リーマン・ショック後の金融システムは、随分不安定にもなりましたがけれども、あの程度で済んだという感じがしています。30 年前と現在を比べますと、決済の仕組みは随分変わりました。30 年前は特定の時点を決めて決済をしていました。つまり、午後 1 時と 3 時に各金融機関の受け払いの金額のネット尻を決済するというものでしたけれども、今はその都度その都度決済を行っています。また、30 年前は日銀小切手を物理的に搬送していましたが、今は全てオンラインのシステムですし、営業時間も昔は午前 9 時から午後 3 時ですが、今は午前 8 時半から午後 7 時まで延長されています。

それから、皆さんの銀行間の送金は、昔は銀行間の決済は翌日でしたけれども、現在は当日中、それも金額ロット 1 億円以上は即時グロス決済で行っていますし、円・ドルの資金決済も昔は東京にありますチェース・マンハッタン銀行の支店の中の店内振替で行うリスクの大きいシステムでしたけれども、現在は CLS と呼ばれる銀行で、円・ドルあるいはドル・ユーロとを同時に決済するという仕組みに移っています。こうした取り組みは地味ではありますが、実は金融システムの金融機関の破綻をより大きなものにするのを防いでいるわけであります。

(シート 17) 変わらない側面の 4 番目は、中央銀行間の密接な国際協力であります。この英文の手紙は、1933 年 12 月 6 日に当時の日本銀行の副総裁・深井英五氏がイングランド銀行の総裁・モンタギュー・ノーマン総裁に送った手紙です。この手紙は、日本銀行での私の後輩で現在早稲田大学に勤務されています鎮目先生に紹介してもらって知った手紙ですが、現在、イングランド銀行のアーカイブに収蔵されています。

1933 年にロンドンで国際経済会議が開催され——この会議は失敗に終わりましたが——、この手紙はその国際経済会議に出席し日本に帰国した後、深井副総裁がノーマン総裁に送った手紙です。手紙の真ん中あたりですが、「Central Bankers, therefore, must feel rather lonely in their own respective countries. It is only when they meet Central Bankers of other countries that they find real companionship. Their views and interests may differ. But they can easily understand each other. They can sympathize with each other's difficulties. This is what happened in London last summer.」ということが書かれています。

私自身、総裁のときに、2 ヶ月に 1 回スイスのバーゼルに行って他国の中央銀行の総裁と率直な意見交換を行いましたけれども、深井副総裁の手紙を読みながら、また、自分自身の経験も重ね合わせますと、中央銀行間の付き合いは、今も昔も変わらないなという感を深くします。

(シート 18) これはスイスのバーゼルにあります BIS の建物です。中央銀行間の議論というのは、金融政策の議論だけではなくて、非常にオペレーショナルな問題についても議論しています。今日この後 ECB のパパディアさんの講演がありますけれども、パパディアさんが ECB の金融市場局長であり私が日本銀行で金融市場の担当理事であった頃、ECB とニューヨーク連銀と日本銀行の 3 中央銀行は、年に 2 回、あるいは 3 回ぐらいの頻度で金融調節の会議を行っていま

した。金融調節の問題は一見すると技術的な話にみえますけれども、多くの場合、本質は細部に宿っており、金融調節の議論は非常に興味深いものでした。

当時、日本銀行だけがゼロ金利政策あるいは量的緩和政策を行っていたことから、我々がその細かい実務を説明したのですけれども、ニューヨーク連銀あるいは ECB のカウンターパートから実に細かな質問がいろいろ出ました。それはある種「オタク」の世界でしたけれども、当時はこのオタクの世界の知識に過ぎなかったものが今もう世界中に広がっているわけであります。ここで得た知識あるいは感覚というのが金融政策運営にとって非常に参考になったというのが私の実感です。そういう意味で、中央銀行間のコミュニケーションはとても有益でした。

非常にまとまりのない話になり申し訳ありませんでしたが、この辺で本日の私の話を終えたいと思います。中央銀行の仕事は通貨の安定を求めての旅でありまして、この旅は今後も続いていくということであります。答えは必ずしも分かっていないわけですが、この旅において最低限必要なことは、知的な謙虚さであり、実務家と理論家、あるいは学界との協力であります。

そういう意味で、本日のこのコンファレンスがこの後実り多い議論となることを心から祈念して、私の話を締めくくりたいと思います。ご清聴ありがとうございました。

セントラル・バンキングとは何か —教科書、私の経験、今後の挑戦—

白川方明

青山学院大学国際政治経済学部
早稲田大学産研アカデミック・フォーラム
2015年6月16日

シート 1

中央銀行という存在

- 「中央銀行は最初から『あった』存在ではなく、後から『なった』存在である」。(矢後和彦教授・早稲田大学)

2

シート 2

過去100年の通貨と中央銀行を巡る歴史 のスナップショット

- 約100年前(1914年)
 - 第一次世界大戦勃発。金本位制からの最初の離脱(英国、ドイツ等)。1930年代に入り、管理通貨制度に移行。
- 約50年前(1970年前後)
 - 1969年:西ドイツ、マルク切り上げ、1970年:カナダ、変動相場制移行、1971年 米ドルの金交換停止、スミソニアン合意、1973年:主要国は変動相場制移行
- 1972年当時の日本銀行を巡る状況
 - 激しいインフレに突入する直前
 - 「景気と物価のトレード・オフ」論
 - 中央銀行の独立性は限定的
 - 金融機関の業務、金利に対する広範な規制
 - 公定歩合操作と「窓口規制」

3

シート3

(続き)

- 30年前(1985年)
 - プラザ合意、「国際政策協調」論の最盛期
 - バブル発生直前
- 20年前(1995年)
 - 金融機関破綻が続発。最初は中小金融機関。次第に大規模金融機関に広がる。
 - 円滑な破綻処理を可能にする法的枠組みと金融的資源が絶対的に不足。
- 10年前(2005年)
 - “Great Moderation”論の最盛期
 - インフレーション・ターゲティングの枠組みに対する楽観論
 - “central problem of depression-prevention has been solved, for all practical purposes, and has in fact been solved for many decades.” (Robert Lucas, 2003)
- 現在
 - グローバル金融危機発生から8年が経過しているにもかかわらず、依然として先進国は低成長から脱していない。「長期停滞」の可能性も議論されている。
 - 金融規制の見直しが進行中

4

シート4

通貨の安定を求めて (“Quest for stability of currency”)

- 通貨・金融の枠組みの3つの構成要素
 - 知的な枠組み (intellectual framework)
 - 制度的な枠組み (institutional framework)
 - オペレーショナルな枠組み (operational framework)
- 経済は複雑な相互作用のシステム。実体経済内部、実体経済と金融、自国と海外、経済と政治・社会等の相互作用はすべて重要。常に新たな変化が生まれ、その結果、当初は望ましいと考えられた通貨・金融の枠組みも次第に最適なものではなくなっていく。
 - 現実の中央銀行は変化する経済に自らを適合させるべく、常により望ましい通貨・金融の枠組みを模索する過程にある。そこから金融政策運営の新たな慣行が徐々に生まれ、やがては教科書もアップデートされていく。

5

シート 5

グローバル金融危機以前の主流派の intellectual framework

- 金融政策の目的は物価安定
 - 物価安定の実現は経済の持続的成長を達成する上で中央銀行のなし得る最大の貢献
- 独立した中央銀行
 - 独立した中央銀行は短期的な利害から遮断されて、物価安定を目指した金融政策を運営することが出来る
 - 民主主義社会では独立性は当然、アカウンタビリティを伴う。これを実現するために透明性が求められる。
- 物価安定と金融システム安定の二分法
 - 物価安定は金融政策によって、金融システムの安定は金融機関に対する規制・監督によって達成される(ミクロ・ブルーデンス政策)。物価安定は金融システムの安定にも貢献する。
- “Put one’s house in order”
 - 各国の中央銀行が自国経済の安定を目指して最適な金融政策を運営することは世界経済全体の安定につながる。

6

シート 6

意図せざる(予想せざる)行動変化や社会のダイナミックス(1)

- 物価安定
 - 過去20年間、世界のマクロ経済の最も大きな変動はインフレではなく、バブルとその後の金融危機によって生じた。
 - バブルは、低インフレの下で起きている。バブルが崩壊し金融システムの安定が損なわれると、長い目で見て、物価の安定も損なわれる。
- 独立性、アカウンタビリティ、透明性
 - 短期の物価見通しで捉えられにくいリスクや重要ではあっても測定が難しいリスクが軽視される傾向
 - 金融危機後の中央銀行依存の強まり(“overburden of monetary policy”, “the only game in town”)と構造政策の実行の困難

7

シート7

意図せざる行動変化や社会のダイナミックス(2)

- 物価安定と金融システム安定の二分法
 - 両者は密接に関連。
 - マクロ経済と金融システム間の複雑な相互作用への関心の低下。中央銀行と規制監督当局との分離もそうした傾向を助長。
- “Put one’s house in order”
 - グローバルな金融緩和バイアス
 - 大国の金融政策はグローバルな金融環境に大きな影響を与える。しかし、食料品・エネルギーを除くコア消費者物価指数の安定を目指して金融政策を運営すると、自らの金融政策の影響も受ける国際商品市況の動きを見過ごすことになる。
 - ゼロ金利制約下では為替レートが主要な効果波及チャネルになる。しかし、どの中央銀行もが自国の為替レートの減価を追求して金融緩和を行う場合、当然のことながらその効果は相殺される。

8

シート8

“New quest for stability of currency”

- 物価安定 ⇒依然重要。しかし、目標とするのは中長期的な物価安定。
- 独立性、アカウンタビリティ、透明性 ⇒「独立性、アカウンタビリティ、透明性の罫」に陥らず、中長期的な経済の安定の実現につながる制度や運営を工夫していく必要がある。
- 物価安定と金融システム安定の二分法⇒マクロ・プルーデンスの視点が重要。
- “Put one’s house in order” ⇒現実的に実行可能な解は？

通貨安定の枠組みは常に見直しが必要となる宿命。

- Intellectual framework
- Institutional framework
- Operational framework

9

シート 9

第1の論点: 最適制御 vs. ミニマックス戦略

- **最適制御**: 最適と考える状態を実現するように金融政策変数を操作する
 - 理想的。しかし、我々の知識は限られている…。結局のところ、我々は10年前に、主要国のほとんどすべての中央銀行がゼロ金利を採用し、バランスシートをこれほどまでに著しく拡大することを予測していたか？
- **ミニマックス戦略**: 安定的な金融環境が大きく損なわれるリスクを小さくする。
 - 慎重しやかに過ぎるかもしれない。
- 将来を展望した場合、例えば以下の要因はどのような影響を与えるだろうか？
 - Digitalizationの進展
 - 急速な高齢化、人口増加率低下
 - 現在進行中の金融規制・監督の見直し
 - 資産・所得分配の不平等化の拡大
 - 現在の政治的、社会的な潮流

10

シート 10

フリードマンのAEA会長講演

("The Role of Monetary Policy", 1968)

The first and most important lesson that history teaches about what monetary policy can do--and it is a lesson of the most profound importance--is that monetary policy can prevent money itself from being a major source of economic disturbance... There is therefore a positive and important task for the monetary authority--to suggest improvements in the [monetary] machine that will reduce the chances that it will get out of order, and to use its own powers so as to keep the machine in good working order... A second thing monetary policy can do is [to] provide a stable background for the economy... Our economic system will work best when producers and consumers, employers and employees, can proceed with full confidence that the average level of prices will behave in a known way in the future--preferably that it will be highly stable.

11

シート 11

第2の論点: グローバル化の下での金融政策の対外的波及効果とフィードバック

- “Put one’s house in order” vs. “keep global village in order” (Claudio Borio, 2014)
- 複雑な問題
 - 1980年代後半の「政策協調」を巡る日本の苦い経験⇒「put one’s house in order」論への共感
 - 金融のグローバル化の進展とゼロ金利環境⇒「keep global village in order」論への知的共感。しかし、現実の中央銀行は「国内経済の安定」のマンデートに制約されざるを得ない。
- 最低限必要なことは自国の金融政策の対外的波及とフィードバックを内部化するための率直な意見交換

12

シート 12

第3の論点：中央銀行が貢献し得ることと貢献し得ないことの認識

中央銀行が貢献し得ること

- 金融システムの崩壊を防ぐこと（最後の貸し手）。
 - ただし、問題の根源にあるソルベンシーの問題に対しては政府の政策が不可欠。
- 信用バブルの拡大を抑制する努力を払うこと
- 中長期的な物価動向が予測可能かつ安定的という信頼感を形成すること

13

シート 13

中央銀行の変わらない側面

- 組織に対する信頼の重要性
- 組織文化とスタッフの重要性
 - 中長期の視点、リサーチ、銀行業務の重視
 - 永続的に学習を続ける組織
- 銀行業務を通じる貢献の重要性
 - 最後の貸し手
 - 決済サービスの提供
- 中央銀行間の密接な国際協力
 - 銀行業務、率直な意見交換

14

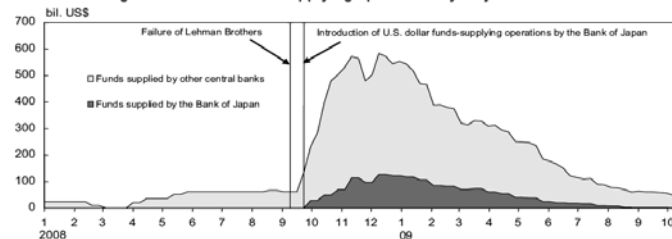
シート 14

「最後の貸し手」の重要性:リーマン破綻後のFRBとのスワップとドル供給

Outline of U.S. dollar funds-supplying operations against pooled collateral by the Bank of Japan



Amount outstanding of U.S. dollar funds-supplying operations by major central banks



Source: Shirakawa, "The Central Bank from the Viewpoint of 'Law and Economics'" (2009)

15

シート 15

日本の資金決済システム:30年前と現在

- 決済モード:時点決済⇒即時グロス決済(RTGS)
- 日銀小切手の物理的搬送⇒日銀ネット
- 日銀の口座移動可能時間:午前9時～午後3時⇒午前8時半～午後7時
- 内国為替:銀行間決済は翌日⇒1億円以上はRTGS、1億円未満は時点ネット決済(営業終了時点)。
- 円・ドルの外国為替取引のドル決済:チェース東京支店の口座振替⇒CLS決済(中央銀口座による同時決済)

16

シート 16

深井副総裁（日銀）からノーマン総裁（イングランド銀行）への手紙（1933年12月6日）

Within a country, the Central Bank occupies a unique position. It has no real confrères in its own country, because the objectives of other banks and bankers are very different in many respects from those of Central Banks. Central Bankers, therefore, must feel rather lonely in their own respective countries. It is only when they meet Central Bankers of other countries that they find real companionship. Their views and interests may differ. But they can easily understand each other. They can sympathise with each other's difficulties. This is what happened in London last summer.

17

シート 17

中央銀行間の協力 : 国際決済銀行 (BIS)



スイスの国際決済銀行 (BIS) の建物。BISホームページより。

18

シート 18

ご清聴ありがとうございました

シート 19