

R.I.B.A. ACADEMIC FORUM

No.23

第23回 産研アカデミック・フォーラム

21世紀の中央銀行

問題提起

「中央銀行——歴史から現在へ——」

矢後 和彦・・・7

基調講演

「中央銀行とは何か——教科書、実際、挑戦——」

白川 方明・・・25

パネル報告

“A New Epoch in Central Banking ?”

Francesco Papadia・・・49

コメント

Frank Packer・・・71

パネル・ディスカッション

司会
パネリスト

吉國 真一・・・79
矢後 和彦
白川 方明
Francesco Papadia
Frank Packer

2015

早稲田大学産業経営研究所
Research Institute of Business Administration

第23回 産研アカデミック・フォーラム

21世紀の中央銀行

2015年6月16日

於：早稲田大学国際会議場 井深大 記念ホール

◇ 目 次 ◇

ご挨拶

早稲田大学産業経営研究所 所長 中村 信男… 3

問題提起

「中央銀行——歴史から現在へ——」

早稲田大学商学学術院教授 矢後 和彦… 7

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… 25

パネル報告

“A New Epoch in Central Banking ?”

欧州中央銀行前金融市場局長 Francesco Papadia… 49

コメント

国際決済銀行アジア太平洋代表事務所 地域顧問 Frank Packer… 71

パネル・ディスカッション

司会 早稲田大学総合研究機構客員教授 吉國 眞一… 79

プログラム

ご挨拶



早稲田大学産業経営研究所 所長 中村 信 男

皆さん、こんにちは。産業経営研究所所長の中村でございます。

第23回産研アカデミック・フォーラムへお越しいただきまして、まことにありがとうございます。この早稲田大学産業経営研究所は、早稲田大学の産業経営の中心的な研究機関として1974年に設立されまして、今日に至るまで企業あるいは産業に関して幅広い領域の諸問題について精力的な研究を展開してきました。

この産研アカデミック・フォーラムは、主として学会の方々を対象にし、時代の先端的なテーマについていろいろな分野から報告をして、広い視野をもって検討することで問題の本質に迫るということを目的としてこれまで開催してまいりました。今回は第23回目を迎えますが、「21世紀の中央銀行」をテーマに掲げて、日本銀行、欧州中央銀行、国際決済銀行のそれぞれで活躍をしてこられましたセントラル・バンカーの方々をお招きして、現代の金融政策あるいは中央銀行のあり方をめぐる議論の最先端に切り込もうという企画であります。

皆様ご案内のように、中央銀行は発券銀行、政府の銀行、銀行の銀行として資本主義経済の中樞を担ってきたところですが、しかし、近年は政府からの独立性を求められながらもデフレからの脱却のための通貨供給や物価水準の維持・誘導などへのコミットメントが求められておりまして、その役割が徐々に変化を続けてきています。

こうした中央銀行の役割の変化を歴史的に振り返ってみて、今後21世紀における中央銀行のあり方を探ろうというのが今日のアカデミック・フォーラムの狙いだと考えています。そのような趣旨で今日のアカデミック・フォーラムが開催されますけれども、本日は皆様のお手元のパンフレットにも示しておりますように、基調講演者の白川先生をはじめ、錚々たる講師の方々にお越しいただいております。全体として大変有意義なものになると確信しているところです。

こういった素晴らしい先生方を招いて今日のアカデミック・フォーラムを開催できることになりましたのも、ひとえにコーディネータを務めてくださっている矢後和彦教授の努力のたまものだと考えておりまして、お礼を申し上げたいと思います。

本日は、これから始まりまして17時頃まで約4時間にわたる長い企画ですが、ぜひ最後までご清聴いただきまして、ご参加いただければ幸いです。どうぞ本日はよろしく願いいたします。

- ※当日、パネル報告を予定していた Tarisa Watanagase 氏は都合により欠席となりました。
- ※講演中、パワーポイントを用いた部分について、講演者・企業などの都合上、掲載していない箇所がありますのでご了承下さい。
- ※本報告書における Francesco Papadia 氏の発言は、Tuomas Valimaki 氏と共著で Oxford University Press から 2016 年に刊行予定の書籍の内容背景として準備されたものです。
(Mr. Papadia's panel comment drew from material prepared as background of a book which will be published by Oxford University Press in 2016, co-authored with Tuomas Valimaki.)
- ※本報告書における Frank Packer 氏の発言は、Packer 氏個人の見解であり、国際決済銀行の公式見解とは異なる場合があります。

問題提起



問題提起

中央銀行——歴史から現在へ——



早稲田大学商学学術院 教授 矢後 和彦

○矢後 皆さん、こんにちは。矢後でございます。

私の講演は日本語で行いますが、パワーポイントのスライドは英語にしておりますので、両方ご覧いただければ幸いです。

(シート1、2) 本日の私の報告の目的は、中央銀行の歴史を振り返って、現在の地点を確認するということです。さて、中央銀行に限ったことではありませんが、歴史を見る場合にちょっと気をつけたいことがあります。それは、とかく私たちは現在の状態を一番完成されたものというふうにして、過去はそれより劣った、あるいは発展途上のものという見方をとりがちだということです。

しかしながら、そうではなくて、実は過去のほうが優れていたり、あるいは現在は過去から落ちてきたプロセスなのかもしれない。このような進歩と退歩という2つの側面を中央銀行についても見ていかなければなりません。このような視点で本日の報告を行いたいと思います。

(シート3、4) まず最初に、中央銀行というものがそもそもいつ創立されたか、この問題から入っていききたいと思います。

こちらに年表が出ておりますけれども、世界最初の中央銀行はスウェーデンのリックスバンクであるといわれています。その次はイングランド銀行、これが名誉革命政権の手で1694年に創設されました。これに続いてフランス銀行、それから、日銀の手本になったといわれるベルギー国立銀行、そして日本銀行と、こういう具合に続いていくわけです。ドイツではライヒスバンクとして1876年に創設された銀行が第二次大戦後にレンダーバンク、そして1957年にブンデスバンクとなって今日に至っているわけです。

しかしながら、この年表には実は問題があると思われれます。それは、これらの銀行が実は中央銀行をつくらうという意図のもとにできたわけではなかった、当初は中央銀行という概念すらなかった、ということでもあります。

(シート5) この点につきましては、イングランド銀行の歴史をあらわしたセイヤーズという歴史家がこういうおもしろいことをいっています。日本語に訳していきますと、「中央銀行」という表現は19世紀の後半には一般的な議論の中で時折用いられるようにはなっていたが、当時はまだはっきりした概念が確立されていたわけではなかったということです。そして、19世紀の末頃になりますと、「中央銀行」といっても商業的利害を超えた独特の公共的責任をもつという点でほかの銀行と区別される1つの銀行である、それにすぎない、こういうことをいっている

わけです。

こうしてみると、中央銀行と呼ばれているものが創設されていたからといって、今の中央銀行と全く同じ機能があったわけではなかった、これらの銀行は時間をかけて中央銀行に徐々になっていくというふうに捉えられるわけです。

(シート7) こう考えていきますと、これが本日の1つのメインテーマですが、中央銀行というのは最初からあったのではなくて後から中央銀行になっていった、そういう存在であるというふうにいえるのではないのでしょうか。

(シート8) 中央銀行というのが徐々にできてきた、なった存在であるとして、では中央銀行には定義がないのだろうか、こういう問題が出てくるわけです。おもしろいことに、この中央銀行というものの法的な定義というものは、各国で中央銀行が成立して、そして1930年にこれらの中央銀行が相互に協力する中央銀行間協力の機構といたしまして、この写真に出ている国際決済銀行(Bank for International Settlements)が創建されたときに初めて成立したのです。

すなわち、中央銀行が協力して賠償とか世界恐慌などの問題に取り組もうとなったときに初めて中央銀行とは何だろうか、という定義を加えようということになったわけです。これはイングランド銀行が創建されてからもう200年以上たった後のことでした。

ここには英文で引用してありますが、国際決済銀行の創設時の定款第58条に掲げられた中央銀行の定義、これを出しておきましょう。「中央銀行とは一国において該国内における通貨の流通の量および信用の量を調整する使命を託せられたる銀行である」というふうに当時の日本語では訳されています。これが中央銀行の、後からできた定義ということになります。

(シート9) さて、ここで1つトリビアをご紹介しますおきましょう。実は日本銀行は1882年の創設で、我々が早稲田大学と同じ年なのです。これには実は意味があるのです。当時、明治のインフレ対策をめぐって大隈重信と対立していた松方正義、この人が松方財政という財政政策を打ち出して、通貨整理の動きを起こしたわけです。この一環として日本銀行ができた。この動きの中でいわゆる明治14年の政変がおこり、この政変で松方と大隈が争って、大隈が敗れたのです。

(シート10) こちらが松方で左側が大隈ですね。敗れて、この大隈が政府を去って東京専門学校をつくり、これが今日の早稲田になりました。その意味で、この明治14年の政変は日本銀行と早稲田大学という近代日本を担った重要な機構のうち2つを産み落としたということがいえるわけです。

(シート11) これはできたときの日本銀行です。

(シート12) さて、このようにして中央銀行ができたと考えた場合に、では、中央銀行は何のためにできたのでしょうか。教科書的な説明に従いますと、それは発券銀行、銀行の銀行、政府の銀行、こういうことになっているわけですが、その内容は極めて多様です。それぞれについて簡単に歴史を振り返ってみたいと思います。

まず、発券銀行という機能です。お札を印刷するというのは中央銀行の非常に分かりやすい機

能であるといつて良いでしょう。ただし、お札が銀行券になっていくのは非常に長い模索の後のことでした。そもそもお札というのは銀行が振り出した手形でありまして、この手形が商業取引にかかわる流通から、やがて一般的な流通に広がっていきました。手形から出発したお札が強制的な通用力をもたされて、銀行券、そして中央銀行券として使われるようになったわけです。

では、誰が銀行券を発行するのか。それは中央銀行だと思われがちですが、実は必ずしもそうはありません。各国ではさまざまな民間銀行が銀行券を発行して、それぞれの銀行券の信用を競い合うという時代が続きました。イングランド銀行は確かに中央銀行の重要な任務の1つである発券を行ったわけですが、当初このイングランド銀行券はロンドン市内だけで流通していました。

ほかの国々でも国土の隅々まで発券独占が完成するというのは、実は中央銀行ができてからかなり後になるわけです。このことの好例がアメリカです。アメリカでは独立直後に合衆国銀行が創建されましたが、20年間の特許期限が議会で認められずに二度にわたってこれは廃止されてしまう。そして、州ごとの州法銀行、それから国法銀行という時代を経て、ようやく1913年に連邦準備制度ができる、こういうことだったわけです。言い換えれば、アメリカでは、イギリスや日本、イングランド銀行や日本銀行のような中央銀行がなくても州法銀行や国法銀行で事足りていた。中央銀行でなくてもよかった時代が結構長かったわけです。新自由主義の開祖といわれるフリードリヒ・フォン・ハイエクは『貨幣発行自由化論』という本の中で、こうした銀行券の自由競争、この経験を踏まえて、民間の銀行が貨幣発行を競う中央銀行不要論すら唱えています。

(シート13) これが第二合衆国銀行が廃止されたときのカートゥーンです。真ん中辺にいるデビルみたいな人が中央銀行家だそうです。これが当時のアメリカの世相を映したカートゥーンでした。

(シート14) さて、発券を独占した中央銀行ですが、では好きなだけお札をまいたかというところではないのです。19世紀には金本位制というシステムがありまして、銀行券は基本的には金との兌換が保証されていた。従って、中央銀行といえども金の準備を大きく超えて銀行券を流通に投ずることはできない、こういう金の制約(ゴールデン・フェッター)のもとにあったわけです。ではどのくらいならお札を発行していいのか。このことをめぐって19世紀に通貨論争が起きました。

最近の研究では、金の準備と銀行券の間には実はそれほどの密接なつながりはないということがいわれております。2%のインフレーション・ターゲティングということが問題になりますけれども、これがもしかしたら21世紀のゴールデン・フェッターかもしれない、こんな議論も本日は期待されるところです。

(シート15) 次に銀行の銀行という機能があります。これは正確にいうと、いくつかの諸銀行のための銀行であります。これはイギリスを手本に発展してきた機能です。いろいろな民間の銀行のために中央銀行が何をするかといえば、日頃は銀行同士の資金のやりとりを仲介し、恐慌

などの緊急時には最後の貸し手（lender of last resort）として信用システムを防御する、こういう役割を果たすわけです。

イングランド銀行は17世紀末のロンドンの銀行として出発し、やがて19世紀の中頃に手形交換所加盟銀行と呼ばれる預金銀行と預金のやりとりを行うようになって、そして19世紀後半には最後の貸し手として銀行恐慌に対処するようになった。こちらに挙がっておりますバジヨットの『ロンバード街』というレポートにそのあたりのことが詳しく書いてあります。

（シート16）では、各国の中央銀行は銀行との間にどういう関係を結んできたのかといいますと、今日一般に想定されるのは、中央銀行が民間の大銀行、例えば日本でいうと俗にいう都市銀行と預金のやりとりを行って、必要に応じて考査に入ったり、金融危機の際には特別な融資を行うといったことが行われるわけです。ところが、こうした銀行の銀行という形が整うのは、早いところでも第一次大戦の前後、先進国全体をとっても実は第二次大戦後のことなのです。

例えばフランスでは、フランス銀行が全国に支店をもっていた。そして、民間の銀行と同様にフランス銀行が手形割引を行っていたわけです。支店数はここにあるような非常に多くの数に上りました。フランスほどではないとはいっても、ヨーロッパ大陸の中央銀行というものは自ら支店網を築いて、そして民間銀行と時として競争する、こんなことまで実際に行っていたわけです。こうした大陸ヨーロッパの中央銀行のやり方というのは、しかしながら支店のコストがかかる、あるいは民間との競争関係がシステムにとっては不効率である、こういうことが段々明らかになってきて、次第にとりやめられ、イングランド銀行流の銀行の銀行、こちらが主流になっていったのです。

おもしろいことに、このイングランド銀行自身は、実は19世紀半ばにはこのヨーロッパ風のやり方に倣おうとして、つまり、支店もつくって直接信用システムに入っていこうとして、うまくいかなかった。いわば仕方なくロンドンの諸銀行との関係を築いていったわけです。このことを先ほど挙げたセイヤーズは「歴史の皮肉である」、こういうふうにも表現しています。

今、私たちが普通だと思っている「銀行の銀行」のやり方は、実はイングランド銀行から見たら失敗例だったということなのです。このように歴史というのは一本調子ではなくて、まさにあざなえる縄のように進歩と退歩を繰り返して展開しているということがいえるのではないのでしょうか。

（シート17、18）これはフランス銀行の19世紀の本店と現在も残る支店の姿です。フランス銀行はこういう田舎の町々にも支店をいっぱいもっていたわけです。こういうやり方が大陸のやり方だったわけです。

（シート19）さて、最後に、政府の銀行、この考え方を見ていきましょう。ただ、この用語はやや誤解を招く表現です。確かに現代の中央銀行は税金など国庫のお金をもらって、また、外国為替市場に介入したり、政府の仕事ももちろん手伝っているわけですが、だからといって中央銀行が政府の意向だけで動いているわけはもちろんないし、あるいは政府が中央銀行を所有して

いるわけでもない。こうした事情を踏まえて、日本銀行金融研究所が発行する『わが国の金融制度』という本の中では、「政府の銀行」という用語にかえて「政府と民間をつなぐ銀行」という、うまい表現が用いられています。

中央政府と銀行の関係がこのようにデリケートに見えるというのは、歴史上両者の間に独特な緊張関係があったからです。一方では、例えば時の政府が戦争遂行などの目的のために中央銀行に国債を引き受けさせたり、あるいは低金利を要求したりということがありました。他方では、例えばマクロ経済や金融政策の管理運営、こういったものは選挙で選ばれる政府、すなわち選挙民や納税者の意向によってではなくて、やはり専門的な知識をもった専門知識集団としての中央銀行によって担われるべきである、こういう考えが特に第一次大戦と第二次大戦の間には強まったわけです。これがいわゆる中央銀行の独立性と呼ばれる問題です。フランスの歴史家は、この中央銀行と政府の関係を中世ヨーロッパの教皇、教会と世俗の闘争になぞらえて「教皇と皇帝の関係」である、このような表現すら用いております。

(シート 20) なお、歴史研究の側から政府の銀行ということについて一言つけ加えておきますと、中央銀行の独立性という論議が第一次大戦後のヨーロッパで高まったわけですがけれども、これは実は大戦後の財政危機に苦しんでいる各国の政府が中央銀行に助けを求めた際に、中央銀行は協力を約束する見返りに独立性というものを、例えば法律の文章で保障する、こういったことを求めていって、そしてこれを部分的ながら認めさせたわけです。

すなわち、中央銀行が財政に協力するということと中央銀行が独立しているということは、一見すると対極にあるように見えて、実は同じ事態が絡まったことであつたわけです。歴史研究ではこのように対立するように見えるものが実は表裏一体という事象がよくあらわれます。今日のパネリストの皆様のご議論の中でも、例えば物価安定と経済成長といったような、一見対立しているように見えるものが実は別の角度から見ると同じ事態である、こういうような問題が出てくると思います。ここにも注意していきたいと思います。

(シート 21) さて、以上簡単な報告をしてまいりました。本日の私の報告では、中央銀行は最初からあつたのではなくて歴史の中ででき上がってきた、こういう点に焦点を当ててみたわけです。中央銀行の役割は固定されたものではなく、時代とともに大きく変化してきたといえるでしょう。

この歴史を踏まえて、本日の産研アカデミック・フォーラムでは「21世紀の中央銀行」を考えるということにいたしております。21世紀に各国の中央銀行は新しい金融システムのリスクにどのように立ち向かっていくか、通貨の安定とマクロ経済の成長をどのように両立させるか、あるいは政府との関係はどうなるか、中央銀行は何をどこまでやるべきか、意図、理由、効果、責任といったものを本日の論題としたいと思います。

中央銀行への期待と批判は世界中でここ数年高まりを見せていて、時に議論の振幅も非常に大きくなっております。本日のパネルでは、この後ご登壇いただく日銀前総裁の白川先生をはじめ

第一線で活躍してこられたセントラル・バンカーの皆様をお招きしております。これらの皆様は現在という歴史の局面を知り尽くした、いわば歴史の証人でもあるわけです。抽象理論ではなくて生きた歴史の証人として、今また進化しようとする中央銀行のあり方をご教示いただきたいと思えます。

皆様の活発な議論をお願いして、私の報告を終わらせていただきます。ありがとうございました。

Central Banking: from history to the present

Kazuhiko YAGO
Waseda University
(RIBA Academic Forum, 16 June 2015)

シート1

Central Banking: A retrospective

- *Progress* from the past to the present
- *Retrogression* from the past to the present

シート2

Foundation of Central Banks

- Swedish Riksbank (1668)
- Bank of England (1694)
- Banque de France (1800)
- Banque Nationale de Belgique (1851)
- Reichsbank (1876) > Bundesbank (1957)
- Bank of Japan (1882)

シート3



SEALING OF THE BANK OF ENGLAND CHARTER. 1694.
SIR JOHN HOULTON, Governor. SIR JOHN SOMERS, Lord Keeper. MR. MICHAEL GODFREY, Deputy Governor.

シート4

R.S. Sayers on “Central Bank”

- “The term ‘central bank’ had been creeping into public discussion in the second half of the nineteenth century but had not yet any settled concept behind it.”
- “At the end of the nineteenth century, however, ‘central bank’ meant scarcely more than a single bank distinguished from others by unique public responsibilities eclipsing its commercial interests.”

(R.S.Sayers, *The Bank of England, 1891-1944*, Cambridge University Press, 1976, p.1)

シート5

Bank of England today



シート6

Central Bank in history

- Central bank was not something created *ex-ante*; it was created *ex-post*, to become a central bank.

シート7

The BIS definition of “Central Bank”

- Central bank means the bank in any country to which has been entrusted the duty of regulating the volume of currency and credit in that country (The BIS Statutes, Hague Agreement)



シート8

Bank of Japan and Waseda: together founded in 1882

- Shigenobu OKUMA, excluded from the Meiji government after the political coup in 1881, founded the Tokyo College in 1882, later Waseda University.
- The winner of the political debate, Masayoshi MATSUKATA, paved way to found the Bank of Japan in 1882.

シート9



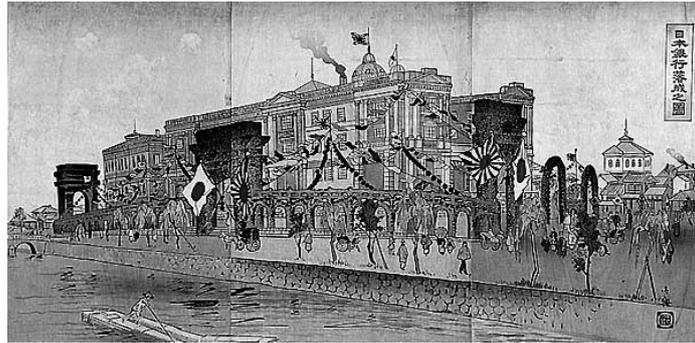
Shigenobu Okuma
(1838-1922)



Masayoshi Matsukata
(1835-1924)

シート10

Bank of Japan in 1882

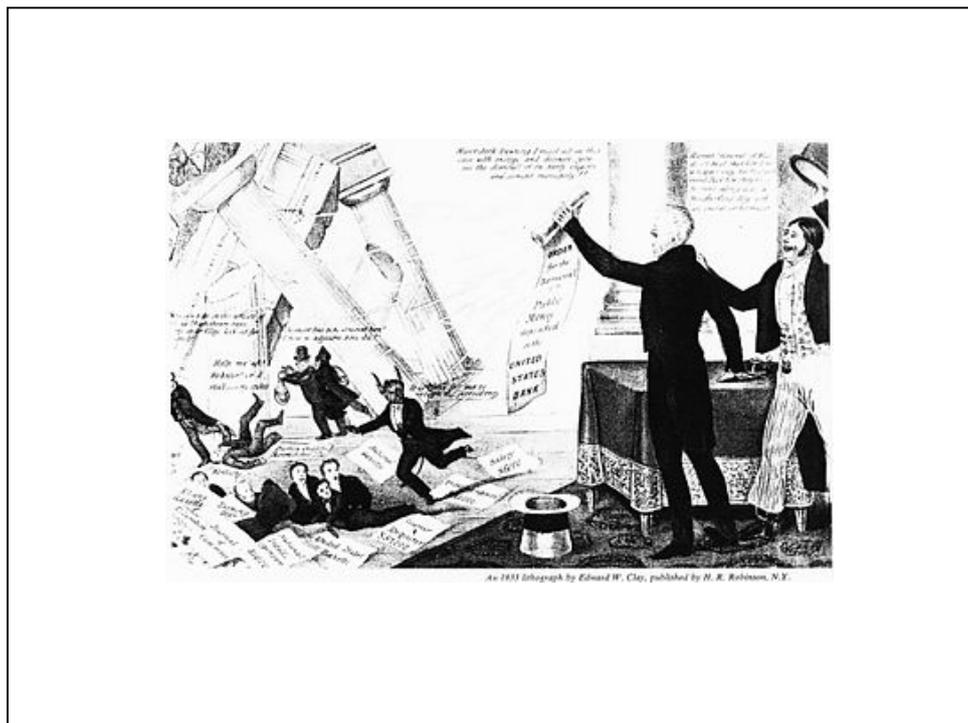


シート 11

The Bank of Issue: a long way to go

- The monopoly of banknote issue has been established after years of free note issue.
- The case of the United States: Bank of the United States (1791)>the Second Bank of the United States (1816)>State Banks (1836)>National Banks (1863)>FRB (1913)
- Friedrich von Hayek “Denationalisation of Money” (1976)

シート 12



シート 13

Central Bank during the Gold Standard era

- Classical gold standard was a “golden fetter” for free banknote issue.
- Currency Debate in 19th century Great Britain, between the Currency School and the Banking School.
- Recent historical studies deny a strong correlation between the gold reserve and the money supply.

シート 14

Central Bank as the “lender of last resort”: diverse paths

- Walter Bagehot, *Lombard Street* (1873)



シート 15

Central Banks evolution to become “the Bank of Banks”

- Central Banks to become “the Bank of Banks” during the interwar period.
- Different paths to “the Bank of Banks”: European continental countries and the UK.
- Cf. Banque de France counted 126 branches and 47 local offices in 1900, 159 branches and 102 local offices in 1929.
- Cf. Bank of England aimed to do the same in vain, then established a particular structure of “the Bank of Banks” .

シート 16

Banque de France headquarter in the 19th Century



シート 17

Local branches of Banque de France (Quimper and Montbéliard)



シート 18

The Bank of Government: a misleading concept?

- Central Banks today act *on behalf of* the governments (tax, public debt, foreign exchange operations, etc).
- However, the government does not *own* the Central Bank.
- The way to nominate Central Bank Governor differs among countries.
- “the Bank to mediate the Government and the market” (Institute for Monetary and Economic Studies, The Bank of Japan).

シート 19

Central Bank Independence: everlasting debate

- *Central Bank must behave for the Government:* wartime debt issue, cheap money policy during the economic crisis.
- *Central Bank must be independent from the Government:* Central Bank experts to operate monetary policy for macro-economic goal, independent from the short-sighted view of voters and taxpayers.
- Central Bank independence during the interwar period: “*Le Pape et l’Empereur*”.

シート 20

Central Bank in the 21st Century: changing role

- The relation between monetary stability and macro economic growth-stability.
- Central Bank's aim and governmental goal.
- Aim, Reasoning, Efficiency, and Responsibility.

*Welcome
to the RIBA Academic Forum*

シート 21

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えます。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えます。

(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えます。

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えます。

(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けれども、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えます。

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ずにいますし、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証するという考え方、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。中央銀行はその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けれども、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お聞きしたいと思います。

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きます。

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もあります。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、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、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、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が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、[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、アカウントビリティ、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トビリティ、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、アカウントビリティ、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、アカウント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だと思います。

(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もあります。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っ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、経済にとっても大きく悪影響を与えます。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、あまりにも慎ま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が急速に進行する中で、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けれども、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で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こと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もあります。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もあります。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こと、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えます。

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常々考えていく、それが中央銀行という組織の本質だと思えます。

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えます。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えます。

(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ことでしたけれども、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けれども、「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ヵ月に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そ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。实体经济内部、实体经济と金融、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(マイクロ・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。
 - 慎ま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

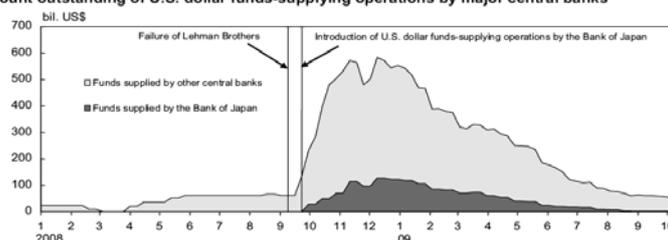
シート 14

「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

パネル報告

A New Epoch in Central Banking ?

欧州中央銀行 前金融市場局長 **Francesco Papadia**
Blog:<http://moneymatters-monetarypolicy.eu/>
Tweet: @FrancescoPapad1



○ **Papadia** まず、今回の会議を組織してくださった方々に御礼申し上げます。伺えてとてもうれしいです。特に矢後先生、また、白川先生のお話を受けて講演できることをとてもうれしく思っております。

私が申し上げることも2名の方の講演にかなりリンクしたもののなので、おさまりがいいのではないかと思います。できるだけ重複は避けるため、既に2名の方がカバーされたことは、私のほうからはそれを補完するという形でお話を進めることができればと思っております。

現在フィンランドの同僚と中央銀行業務について、共著で本を書いています。中央銀行が金融危機の中で積んだ経験に基づくもので、本日はそれに基づいてお話しします。

その経験は、厳しく困難なもので、ECBをはじめ、日銀、スイス銀行、イングランド銀行といった様々な中央銀行が、かつては考えられなかったような対応をしてきました。ECBが行ったことは、もしかしたら正常な状況では不健全な方策も入っていたかもしれません。しかし、やらざるを得なかったというのが実情であるということです。まだその辺をしっかりと押さえた教科書や本が書かれていなかったということに気づきましたので、それでは我々がということで、本を書いている次第です。

(シート2) 今日お話ししたいのは、とてもシンプルなことです。まず中央銀行のモデルはどんなものであったのか、危機前の先進国の大半がもっていた中央銀行観はどんなものだったのかということ。

それから、2点目として、このモデルで良いのかという問題提起を行います。この疑問の答えはまだ出ておりません。本講演のタイトルにクエスチョンマークがついている意味というのは、中央銀行に新しい時代が到来したのかどうかというのはまだ分かっていないということです。まだ進行形ですから、執筆中の本もどのように終わるのかを今お話しすることはできないのですが、皆さんから、特に矢後先生、また白川先生からコメントをいただければうれしいです。

(シート3) それでは、まず他のスピーカーも言及したこの100年ぐらいで中央銀行の性格や役割が変わってきたのか、目的が変わってきたのかという問題です。中央銀行によっては数百年の歴史をもっているところもあるかもしれませんが、ちょっと考えてみましょう。

中央銀行の危機前のモデルに注目いたしまして、そのときのモデルはどういう要素から成り立

っていたのかを考えます。インフレーション・ターゲティングとか新ヴィクセル的なアプローチというもの、また、中央銀行の反応関数、テイラー・ルールについて考えてみます。その後、金融安定が実は中央銀行の危機前のモデルではしっかりこななかったということをもう一回考え直してみたいと思っております。それから、最後のところで、マクロ経済、金融規制、財政などについていかなる判断ミスがグレート・リセッションの種をまくことになってしまったのかということも考えてみたいと思っております。

さて、矢後先生も白川先生も言われた、中央銀行は中央銀行になった、最初から中央銀行として存在したわけではないという点についてですけれども、中央銀行は複雑な機関であり、最初は民間機関として設立して公的機関になったということだと思います。FedとかECBのような最近できた中央銀行は設立当初から公的機関ではあったのですけれども、中央銀行の目的も数十年、また、数世紀かけて経年的に変わってきたということだと思います。

主要な目的が4点あり、その4点が重要度を競い合ってきました。物価安定、金融安定、政府のファンディング、そして成長と雇用ということですが、4つの目的についてはランキングも含めて後に詳述いたします。

何故中央銀行業が複雑かと言えば、それは政策手段に起因しているということです。長年にわたって伝統的手段が使われてまいりました。しかし、最近では非伝統的な手段がかなり使われています。そして、複数の目的があるということでもあります。政策手段が複雑化を求められる一方、どの目的を優先するのかという政策上のジレンマが出てくるということです。

(シート4) さて、物価安定について考えてみましょう。危機前には物価安定が第一義的な中央銀行の目指す目的と考えられていました。図表は、4カ国(米英伊独)について1861年から物価水準(対数目盛)の推移を表しています、曲線が物価水準なのでその傾きがインフレ率になります。第1期の、金本位制の時代にはある程度物価水準が変わり、多少のインフレが起こったときもあったけれども、インフレは長期的なトレンドでは決してありませんでした。

その時点としていえるのは、金のコントロールにはコストが伴い、また物価安定については100%確保されたわけではないが、先ず先ずのところでした。その後、一種の自給自足的(アウトアルキー)経済が第一次大戦頃から始まって第二次大戦終焉まで続いたということです。ドイツではハイパーインフレもありました。ドイツ以外でも総じて金本位制の時代と比べてインフレのコントロールはうまくいきませんでした。

ブレトン・ウッズ体制の期間にある程度安定を取り戻すことはできました。そして、70年代の初めにドルと金とのリンクが撤廃されたわけです。白川先生からご丁寧な説明があったとおりです。その後、イタリアを筆頭にアメリカやイギリスで物価が不安定化した一方、ドイツの状況はより安定していました。というのは、ドイツはハイパーインフレを既に20年代に経験したので、それを受けて第二次大戦中、他国に比べて強力にインフレをコントロールしたからです。その後、つい最近になって物価安定が再び実現しています。この期間に物価安定という目標が明確に中央

銀行に与えられております。

こうした金本位制度が放棄された以降の、物価情勢を背景に、中央銀行が目指すべき最大の目標が物価の安定という見方が確立されたということだと思います。

(シート5) しかしながら、先ほども申し上げましたように、物価安定が常に中央銀行の主要目的であったわけではないのです。ほかにも3つの目標があるわけですし、時代によっては物価安定以外に優先された目的があります。

失業と成長については、大恐慌の1929年以降、劇的にGDPが低下し、雇用も減少したということでFedに批判が集中した結果出てきた目標です。一方、最近の金融危機を受けて金融の安定という目標が重視されています。それから、政府のファンディングということで、場合によっては政府の資金繰りの円滑化が、中央銀行の重要な目的になった場合もあったわけです。

(シート6) これは先ほどの物価安定に関する図表に似ていますが、こちらは政府に対するファンディングの状況を示唆したもので、主な中央銀行の合算したバランスシートの規模をGDP対比で示したものです。1900年から始まっており、比率については3つのピーク、すなわちバランスシートがGDP対比で非常に増えた時期があったということです。最初の2つのピークは、二つの世界大戦の時期であり、3番目のピークは現在です。

(シート7) この具体的な数字を見る限り、先進国を金融危機以降のグレート・リセッション時に襲ったショックの大きさは、二つの大戦に匹敵するものでした。ただ、現在と大戦時の状況には違いもあります。

一つ目の違いは、2つの大戦期とは違って、バランスシートが大きく拡大しても今回はインフレにはならなかったということです。また、二つ目の違いは、中央銀行が世界の流れに同調して、政府に対して資金をどんどん供給したということでもなく、金利の大幅上昇にはつながらなかったということです。

(シート8) こちらのチャートもご覧ください。これは金利についてのものですけれども、金本位制度時代においては、金利は安定していました。Autarkyの時代と第二次大戦後に比べてということです。今はさらに金利が低下し、金本位時代に比べても金利は低くなっています。

歴史的にみても現在のような低金利が実現していたのは、数世紀前、1500年代ぐらいまでしかのぼり、しかも、数カ国しか経験していないようです。第一次、第二次大戦中、中央銀行は戦費調達のために政府を支援し、高インフレ、高金利状態を招きましたが、そうした状況は今回見られていないということです。

既に申し上げましたように、もう1つ金融(システム)安定という中央銀行に課せられた目的があります。この金融安定という目的が注目され出したのは今回の危機が起こってからです。これは歴史的な経験に起因しています。

(シート10) こちらのチャートはラインハートとロゴフの著書からの引用で、先進国のシステム的な銀行危機の状況をプロットしたものです。金融安定が中央銀行の目標としてあまり重

要視されていなかったのは、1930年代に発生したような深刻な銀行危機が、ブレトン・ウッズ時代、その後も最近に至るまでなかったからです。

物価安定は重要視されていても金融安定はあまり重要視されていなかったわけです。中央銀行としては、自らに課せられた主要な目的が物価安定にあると思っていたということです。

(シート11) 物価安定という目標がなぜ優先される目的になったのかという経緯をおさらいし、私なりの解釈を加えた結果をここに示しておきました。ほかにもいろいろな要素が働いてこの結果を招いているのです。最初の要因は、まず中央銀行の独立性です。独立性を確保したほうが政府のいいなりにならないで物価安定をよりよく追及できるということです。これは理論的にも経験学的にも議論されている点です。

第2は、フィリップス曲線のシフトです。これによって、インフレと失業のトレード・オフの概念が修正され、物価安定のコストとしての失業という懸念が後退しました。3番目の要素は、白川先生が指摘された、物価安定が経済にもプラスになる、成長を直接もたらすわけではないが、成長に資するという点が理解されてきたことです。4番目は、制度的な側面です。独立した中央銀行にテクニカルなタスクを負わせることはできるけれども、政治的な任務をも負わせることはできないのです。どこでトレード・オフをとるか、インフレと失業、どちらを重視するかということになると、これは政治的な選択になり、中央銀行の独立性に問題が出てくることになります。

つまり、これはもはやテクニカルな話ではなく、政治的、民主主義的なアカウンタビリティの話になるからです。中央銀行がテクニカルな観点から物価安定という任務を負っている限り、独立性を確保することができるということです。

(シート12) これはフィリップス曲線のシフトを示したイギリスの例です。左下の原点に近い辺りが、1950年代、60年代の状況で、失業とインフレの間にトレード・オフがあるようにみえます。このトレード・オフを活用して、多少のインフレ率を許容して雇用を増加させようという政策がとられるなかで、フィリップス曲線が右方にシフトしていきました。何故このようにシフトしたのかについては理論的な説明もつきます。結果的に望ましいインフレ率と失業率の組み合わせを選ぶことができるという状況が消滅したのです。

(シート13) それから、インフレは長期的な成長にとってマイナスと思われるようになってきたということです。図表は様々な国の成長率とインフレ率についてのできるだけ長い期間のデータを示しています。

先進国の場合、ゼロから5%の間のインフレ率であると最も高い成長率を得ることができます。新興国も若干レベルは異なりますが、同様に総じて物価安定に近いようなインフレ率の下で一番高い成長率になるということが分かります。だからこそ物価安定が大事な目標なのだということになりました。失業を恒久的に悪化させずに長期的に最も好ましい環境を成長のためにもたすことができる、それが中央銀行の目的になったということです。こうしたなかで、金融危機前には、独立した中央銀行が物価安定を担うという構図が確立していました。

インフレ・ターゲットについても一段掘り下げて考えます。インフレ・ターゲティング・アプローチは、ほとんどすべての中央銀行が採用しており、危機前の中央銀行モデルとして重要なものの1つでした。インフレ・ターゲットの基本は、中央銀行が中期的に、例えば2年、3年、4年以内にインフレがどのくらいになるのかという見通しを提示することです。この中期的なインフレ率が目標よりも上回りそうなら引き締め、下回りそうなら緩和するわけです。

(シート14) 中期的なインフレ目標達成のためにいろいろな指標があります。ECBが実際使っているものでは景況観、インフレ期待、与信状況、プロの予測者の予測といったことを勘案して判断します。

インフレ・ターゲットについては、中間的な目標を設けるのは、目標達成にはつながらず、不適切であるという説もあります。従って、為替相場や金利、通貨供給量なども適切なツールにはならないということになります。

(シート17) これは新ヴィクセリアン・アプローチと呼ばれている危機前の金融政策についてのアプローチをまとめたものです。左側に実体経済、右側に通貨的な面が示され、上が現在、下が明日(未来)であり、P1がP2と一致する場合に、今日と明日の物価が一致し、ゼロインフレということになります。すなわち自然利子率が中央銀行の決定する貨幣利子率が一致することです。これが新ヴィクセル的な金融政策に対するアプローチと呼ばれております。これはフリードマン的なアプローチとは一線を画するものです。

(シート19) 危機前の中央銀行モデルについて、より具体的に見てみます。金融政策は、まず金利を決めるものです。金利はどうやって決めるのかをECBについて示したチャートです。

これはコリドー(回廊)アプローチと呼ばれ、前世紀末から広範になってきた方法で、これを使って多くの中央銀行が金利を調節しています。金利のコリドーを設け、コリドーの下限は中央銀行がどんな金額でも借り入れをする金利です。上限は、中央銀行がどんな量のマネーについてもオファーできる金利です。もし中央銀行がどんな量のマネーでもある金利のもとで受け取るというのであったら、それが下限になるということですが、中央銀行がオファーする以下の金利でお金を貸したいと思う人はいないからです。同じく上限以上の金利では借り入れはしないですから、この範囲の中で金利を調節するということになります。

通常コリドーが大体200ベース・ポイントですから、金利は2%動く余地がありました。より微調整するには金融市場でのオペレーションをつうじて流動性を管理・調整することになります。こういう方法を通じて中央銀行が大きな枠組みであるコリドーの中で金利を微調整するという形になっております。

(シート21) これは典型的な危機前の日々の動きです。ユーロ圏の場合、実線の赤線が短期金利を示しています。これはほぼ一定で最後のところで若干動いているだけです。中央銀行は流動性コントロールによって金利をできるだけコリドーの中庸に近づけようとしていました。

点線のブルーと茶色の実線は流動性の指標です。中央銀行が銀行の求める流動性を供給するこ

とで、金利は結果としてこのコリドーの中位のところに近づいていたということです。

(シート 23) アメリカの状況は若干異なりますが、内容的にはかなり似ており、エッセンスはほとんど同じだったといえるでしょう。これが金融危機以前の中央銀行の状況でした。独立性があって、物価安定を主目的にインフレ・ターゲットを設定し、金利をベースにしたネオ・ヴィクセル的なアプローチ。そして、細かいオペレーションを行って金利操作・調節をしていました。この間、金融の安定については、政策目標としてのランクが下がっていたのが実情です。というのは、危機前は金融安定の必要性が乏しかったのです。ECB の規約を見ても、金融安定について、ECB はスムーズなコンタクトに寄与するかもしれない、助言をしてもいい、具体的な施策を実施するかもしれないなど、あまり積極的には記されていません。物価安定については、主要な ECB の目的として、明確にかつかなり断定的に強い表現で規定されているのです。Fed の規約、定款でも、物価安定が主要目的です。さらに Fed は二重の目的があって、失業、成長にも配慮するということになっているので、金融安定はヒエラルキー的には非常に低いランクになっています。

ECB は規約のなかで 310 ワードも使って金融安定を定義している一方、物価安定については 54 ワードしか使用していません。概念的に金融安定のほうが物価安定よりも 6 倍ぐらい複雑だから、それだけたくさん語数を使わないと説明できなかつたということになると思います。

もちろん一部には金融安定への配慮が十分中央銀行によってはされていない、足りないという人もいましたが、あくまでも少数意見でした。金融安定目標はランク的には低かつたということで、優先はされていなかったということです。

それでは、2007 年から 2008 年の間にいかなる要因が累積し危機に至ったのか。危機がいつ始まったか、2007 年か 2008 年か、答えは人によって様々でしょう。ただ、白川先生も言われたように、いわゆる大いなる安定という時期があったのです。1980 年代の中盤から 2007 年、2008 年頃まで続いた時代です。ルーカス（シカゴ大教授）もいっていました。「我々は既にビジネス・サイクルをコントロールできる方策をみつけたのだ」と。実際、この間アメリカにおいて、インフレ率、成長率のボラティリティーがそれまでに比べて著しく低下しました。そして他の先進国でも同様の現象が観察され、これは恒久化、永遠に続くのではないかと思われていました。

なぜなら、よりよい金融テクノロジーおよび通貨テクノロジーが編み出され、インフレ・ターゲットという優れた金融政策手段が出てきたからと多くの人思ったからです。しかし、こうしたなかで、結果的にはいくつかの不均衡がこの大いなる安定の時代に拡大してしまいました。

これは 3 冊の本において詳細に記されています。1 つはキンドルバーガーとアリバーのもので、金融危機が歴史的なエピソードによって叙述的に説明されています。2 番目はカーメン・ラインハートとロゴフが書いたもので、こちらは金融不安定の期間を取り出して、何世紀にもわたって分析しています。そして、3 番目の本はハイマン・ミンスキーによるもので、分析的な研究により、金融危機を理解しようとしています。

この3つの本に共通なのは、金融危機の前に非常に大規模な与信増加があるということです。もちろん与信の増加が必ず危機をもたらすわけではありませんが、危機が起きたときには必ずその直前に与信の増大がありました。

実際、大いなる安定の期間に、様々な形で与信、同時に債務が猛烈に増加しました。目立っていたのはアメリカとヨーロッパで、アメリカは住宅部門と家計。また、ヨーロッパは周辺国に集中しました。いずれも基本的な性格、特徴は同一です。与信があまりにも増大し、ある時点をもって過剰になってしまったということです。

何故こんなことになったのか。金融緩和をし過ぎたということ、この間ビジネス・サイクル、クレジットサイクルをコントロールできたと思っていたけれども、結局それは幻想にすぎなかったということです。また、金融規制も失敗し、規制が十分抑制的に働かなかったために、金融部門の動きに歯止めをかけることができなかったのです。そして、金融革新が急速に進展し、デリバティブや証券化、ABS（資産担保証券）など斬新な、本来は素晴らしいアイデアが次々に生まれながら、それらが乱用され、場合によって不正使用されてしまいました。そうした不均衡が累積して金融危機になってしまったということです。

これで私の話はほとんど終わりなのですが、ちょっとまとめたいと思います。数世紀にわたって我々は中央銀行モデルというのを段々と形成してきました。このモデルは、エレガントで一貫性もあり、恒久的に続くであろうと思っていたわけです。物価安定中心の制度が確立し、独立性も確保されている。インフレ・ターゲット、新ヴィクセリアン、コリドーの金利調節といった、知的なアプローチの下での金融政策。こうしたなかで、金融安定という目標が脇に追いやられる形になっていました。危機前はこういう状況のなかで不均衡が累積し、金融市場の緊張が高まっていた。結局それが破裂して、2007年、2008年の危機をもたらすという流れになってしまったのです。

そして冒頭申し上げたように、中央銀行は危機の後始末をするために、想定外の政策を実行してきました。第一次大戦や第二次大戦当時の記憶がうすれていたこともあって、アメリカや日本で、EUも含めてベースマネーが5割、6割増えるという、ジンバブエのような国しか起こらないようなこと、平時なら日本、アメリカ、ヨーロッパなどでは絶対やらない異次元の措置でした。一方、金融政策には最近では財政政策に非常に近くなってきたということです。ヨーロッパではまさに中央銀行が関与して、ギリシャをどうしようということを今考えているわけです。

これはあまりにも政治的な問題なわけです。ギリシャがユーロ圏に残るのか離脱するのかという問題にもなっているわけですし、金融安定にもECBとしてかかわるといったような形にもなりつつあるということなので、もしかしたら中央銀行モデルを考え直さなくてはいけないかもしれない。もしくは、今の時点というのは単なる一時的な逸脱であり、いずれ危機前のモデルに戻るのかもしれないということで、まだ結論は出ていないのです。

最後は私のコマーシャルです。私のブログ、ツイッターのアドレスを書いておきました。フォ

ロワーには日本のリーダーの方もいらっしゃいます。できるだけたくさん日本の方にもご覧いただきたいので、コマーシャルではございましたが、アドレスをつけさせていただきました。

以上です。ご清聴どうもありがとうございました。

RIBA Academic Forum
Tokyo, 16th of June 2015

A New Epoch in Central Banking?

Francesco Papadia

With the assistance of Mădălina Norocea

1

シート 1

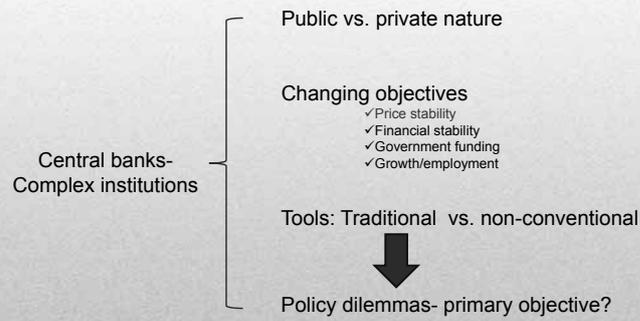
Scheme of the presentation

1. The changing nature and objectives of central banks
2. The dominant central bank model before the recent global crisis
3. Inflation targeting, the Neo-Wicksellian approach, central bank reaction functions and the Taylor rule
4. The unsettled issue of financial stability
5. Planting the seeds of the Great Recession: macroeconomic, regulatory, financial and intellectual failings

2

シート 2

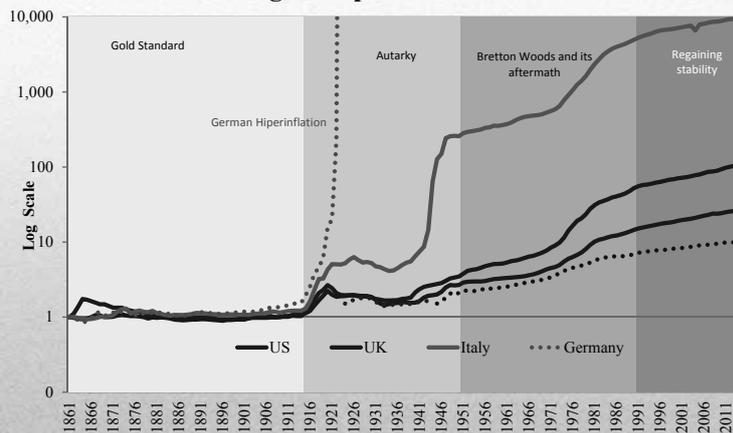
1. The changing nature and objectives of central banks



3

シート 3

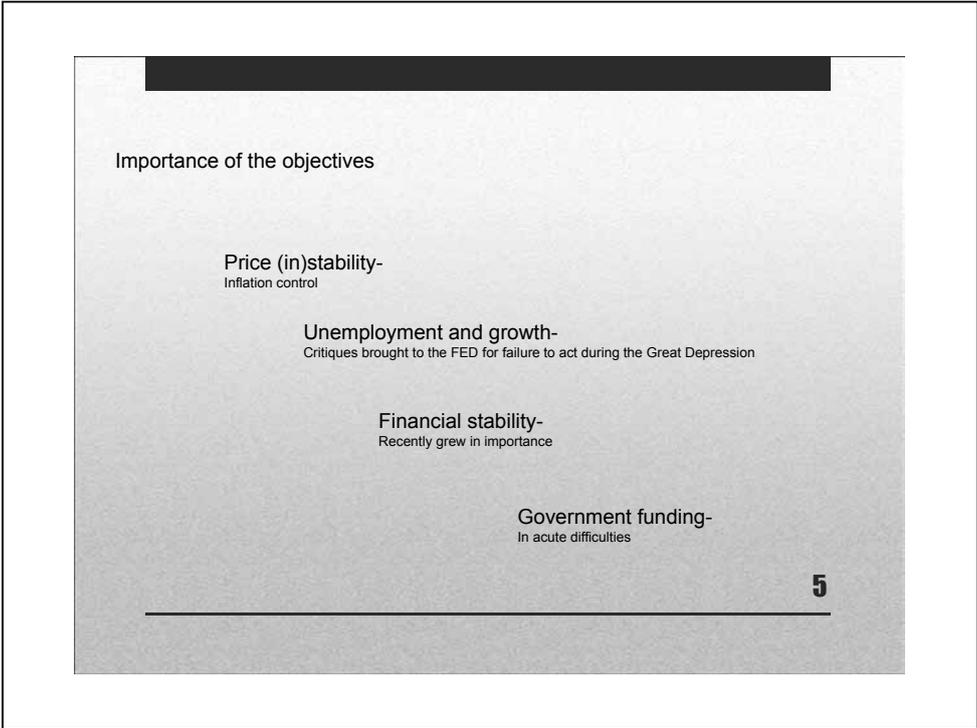
Chart 1. Long term price level indices



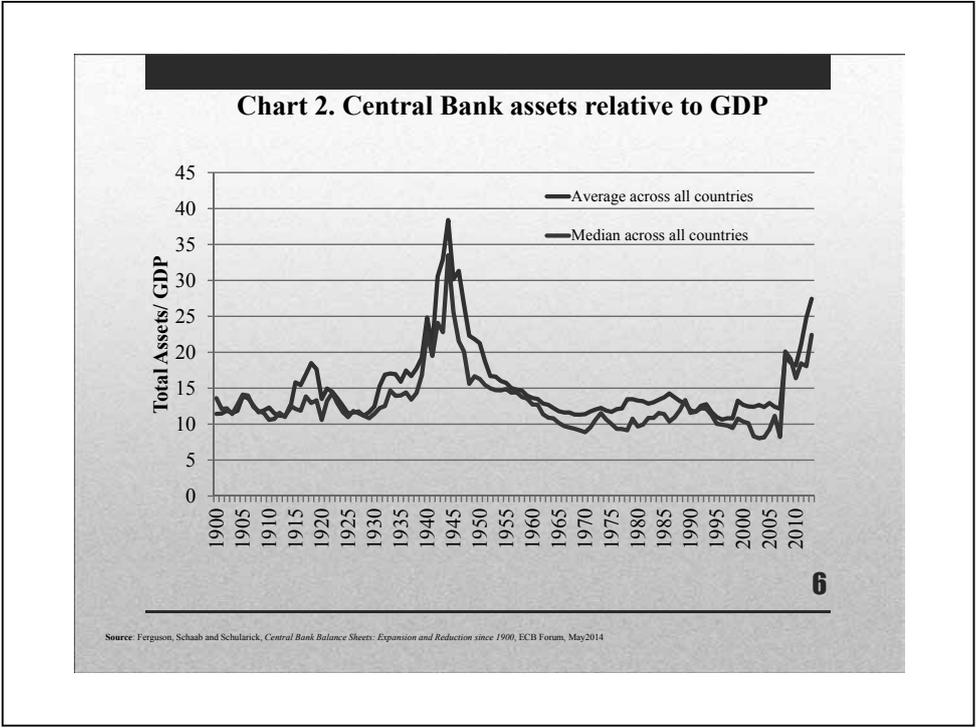
Source: Mitchell, *International Historical Statistics, Europe, 1750-1988*, New York, Palgrave Macmillan, 1992; Jim O'Donoghue, Louise Goulding, *Consumer Price Inflation since 1750*, Office for National Statistics, 2004; FRED; ISTAT.

4

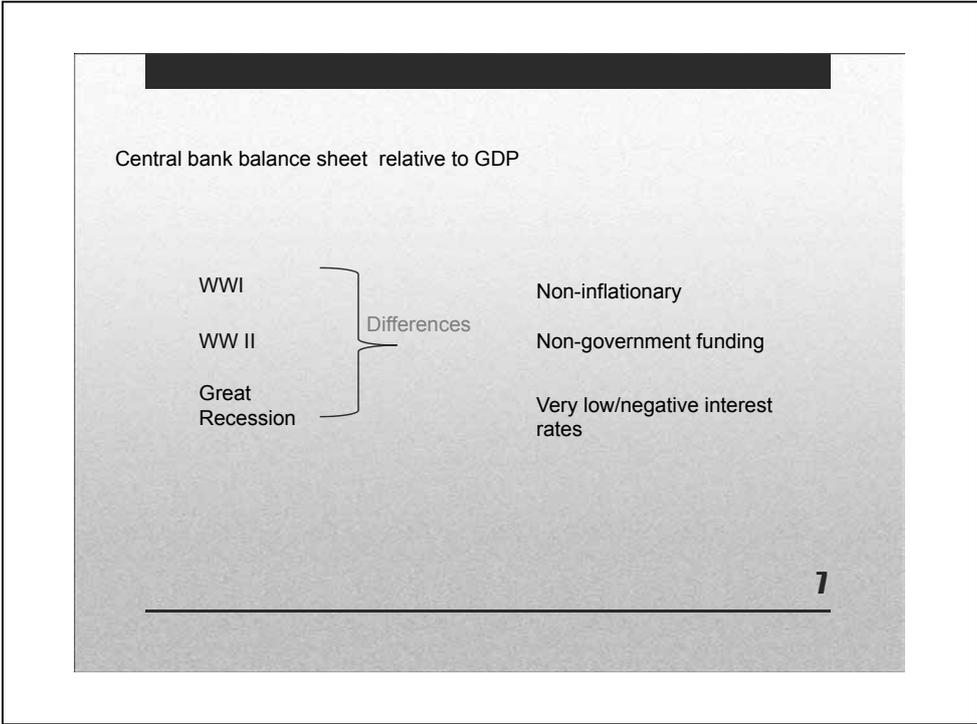
シート 4



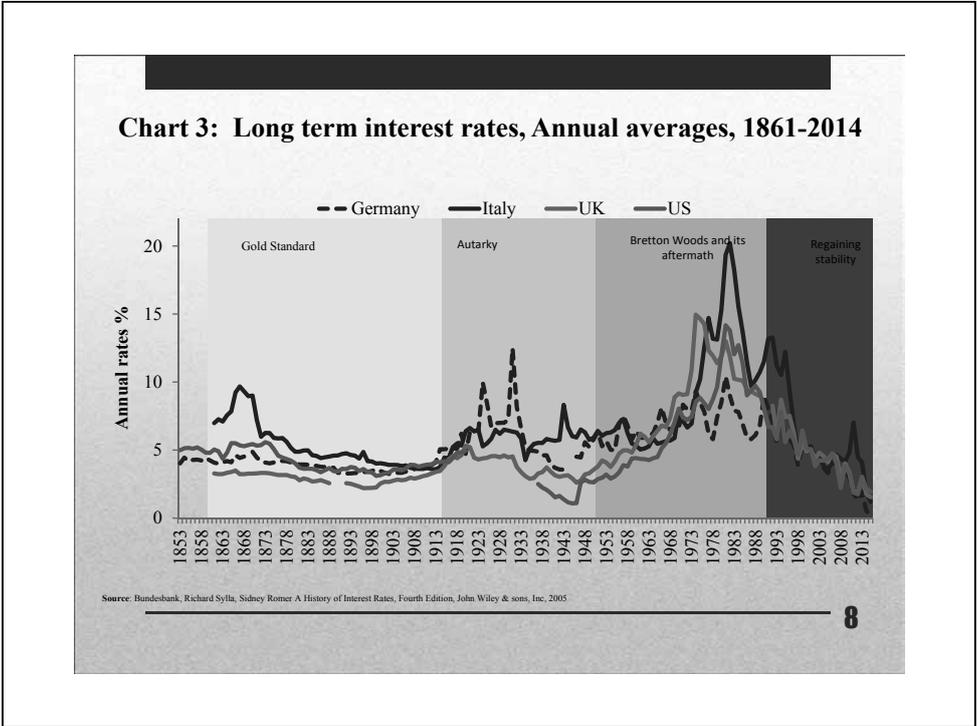
シート5



シート6

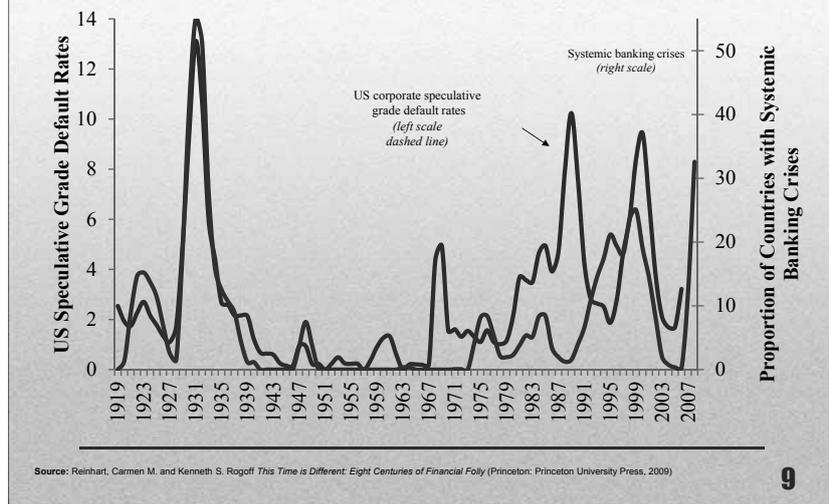


シート 7



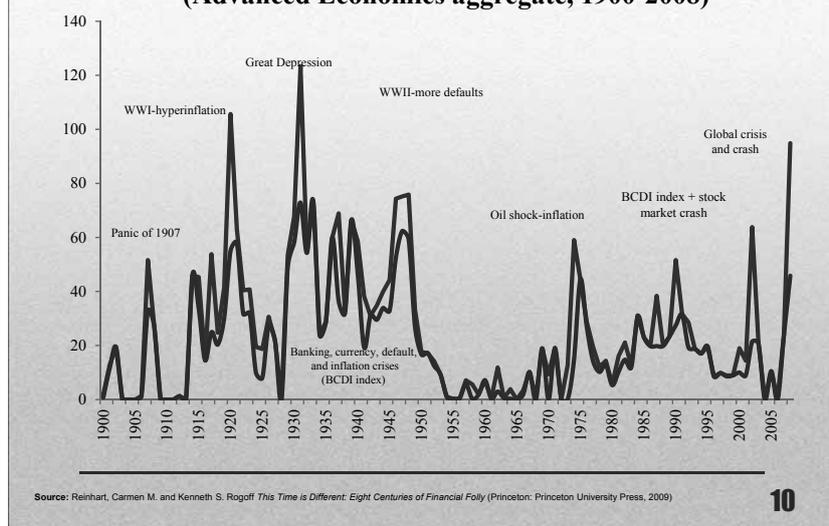
シート 8

Chart 4: Proportion of countries with systemic banking crises (weighted by their share of world income)



シート9

Chart 5: Banking, currency, default and inflation crises (Advanced Economies aggregate, 1900-2008)



シート10

2. The dominant central bank model before the recent global crises

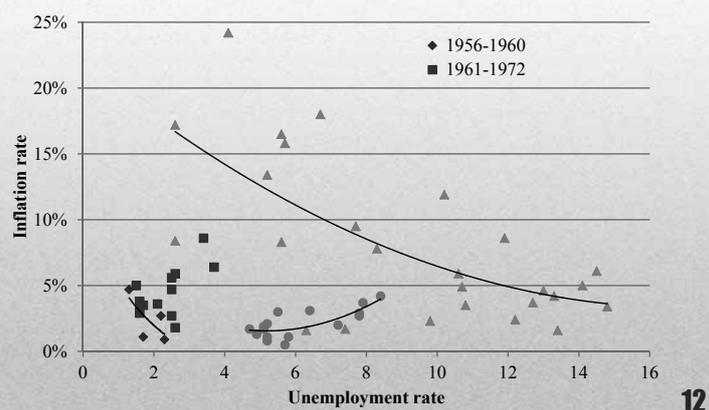
Prevalence of *price stability* as main objective

1. Better inflation control with an independent central bank
2. Shift of the Phillips curve- no cost in terms of reduced activity and higher unemployment (*Chart 6*)
3. Low and stable inflation favours growth (*Chart 7*)
4. Independence in pursuing a limited objective

11

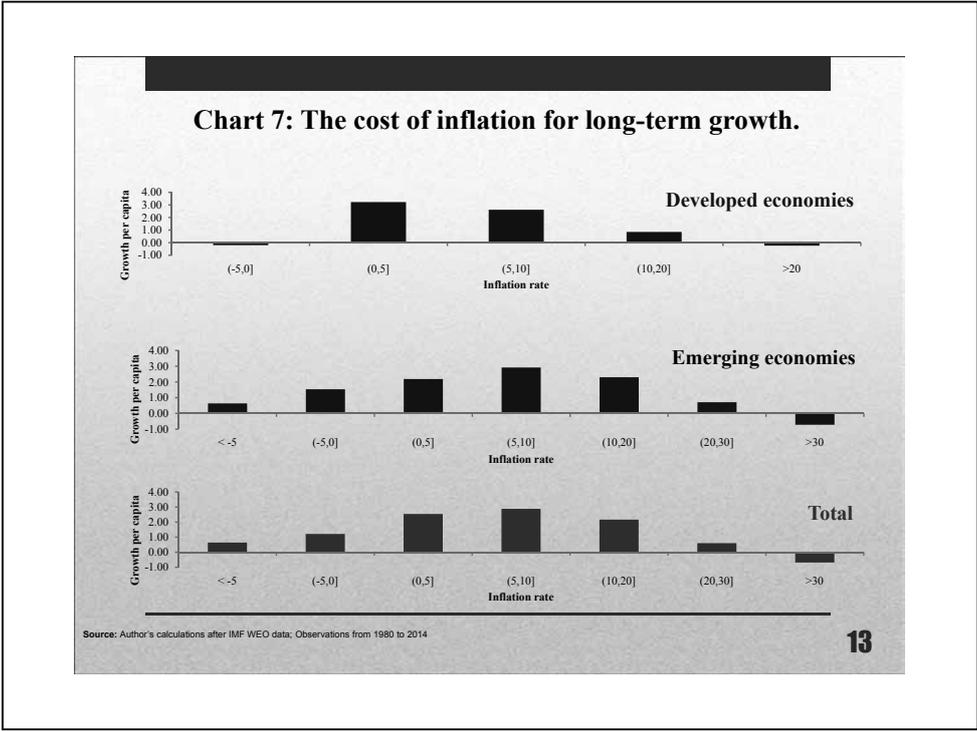
シート 11

Chart 6: Shifts of the Phillips curve (United Kingdom)

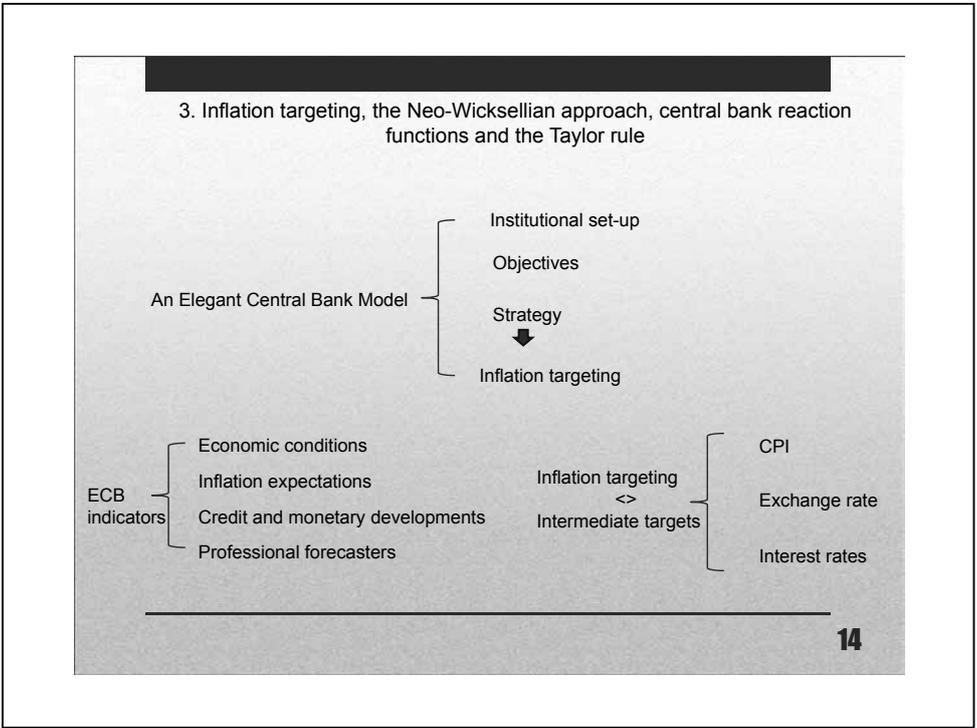


12

シート 12



シート 13



シート 14

Quantitative approach to monetary policy

"...the links between Reserve action and the money supply are sufficiently close, the effects occur sufficiently rapidly, and the connections are sufficiently well understood, so that reasonably close control over the money supply is feasible, given the will."

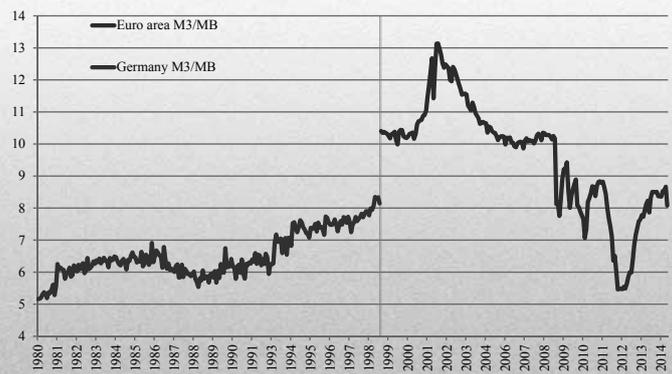
"No **substantial** movements in the price level within fairly short periods have occurred without movements in the same direction in the stock of money, and it seems highly dubious that they could. Over long periods, changes in the stock of money can in principle offset or reinforce other factors sufficiently to dominate trends in the price level."

"While the stock of money is systematically related to the price level on the average, there is much variation in the relation over short periods of time and **especially for the mild movements in both money and prices** that characterize most of our experience and that we would like to have characterize all."

Friedman, 1960 **15**

シート 15

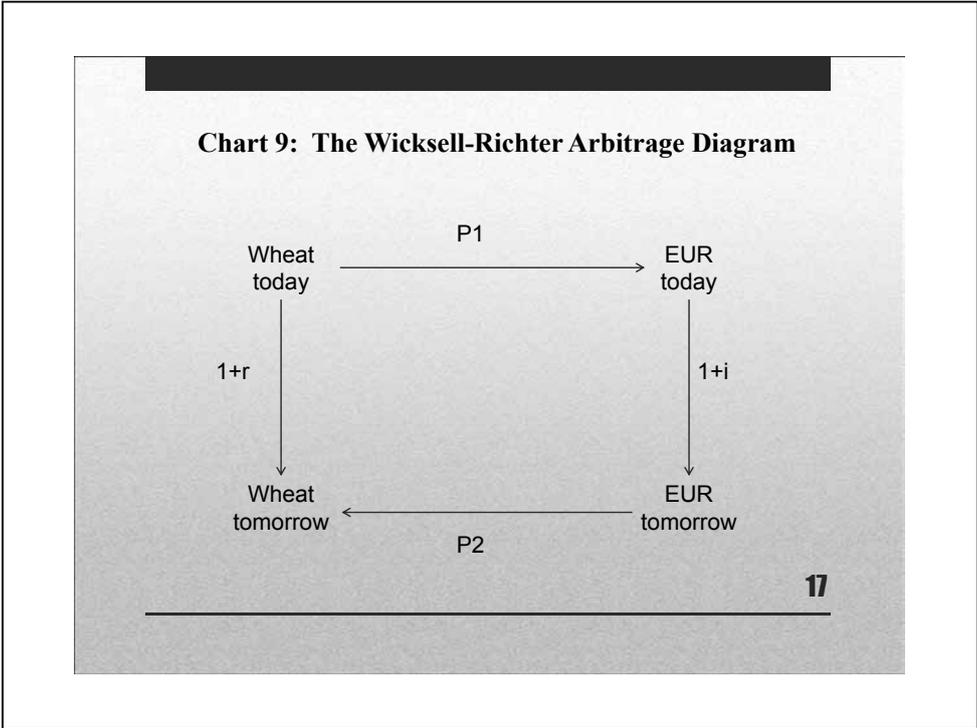
Chart 8: Money multiplier in Germany (1980-1999) and the euro-area (1999-2014)



Source: Reuters, ECB

16

シート 16



シート 17

$1 + i_{real} = P1 (1 + i) / P2;$
 $(1 + \pi) = P2/P1$
 $(1 + i_{real}) = (1 + i) / (1 + \pi)$ Fisher equation

The original **Taylor rule** had the following form:

$r = p + 0.5y + 0.5 (\pi - 2) + 2$ (1.)

and can be rewritten, maybe more intuitively, as:

$r = 4 + 0.5y + 1.5 (\pi - 2)$ (2.)

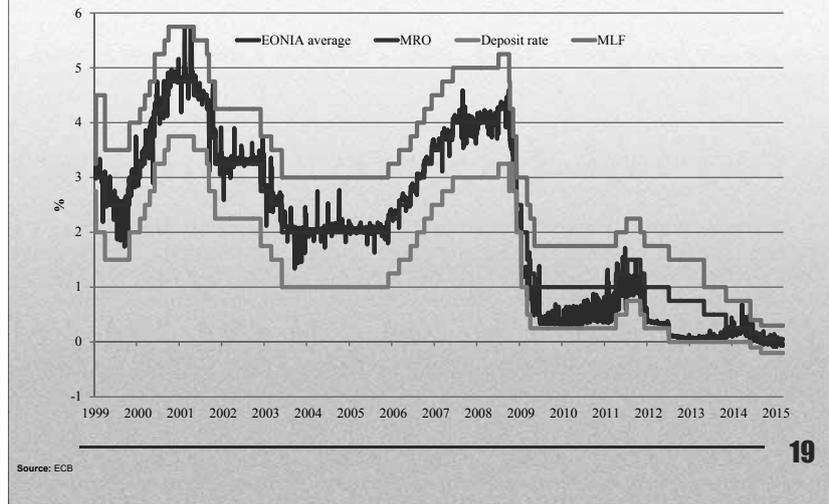
Where:

- r is the federal funds rate
- π is the rate of inflation over the previous four quarters
- y is the percent deviation of real GDP from a target
- and 2 is the desired inflation rate while 4 is the equilibrium interest rate when both the inflation gap and the activity gap are zero

18

シート 18

Chart 10: The ECB corridor of interest rates



19

シート 19

Interest rates within a corridor system

$$r^t = E_t(r^T) = P_l R^l + P_s R^s$$

Where

r^t is the market interest rate on day t

r^T is the interest rate at the end of the maintenance period

E^t is the expectation operator based on information available on day t

R^l is the rate applying when banks are long on liquidity and depositing it with the ECB

P_l is the probability of banks being long on liquidity at the end of the maintenance period

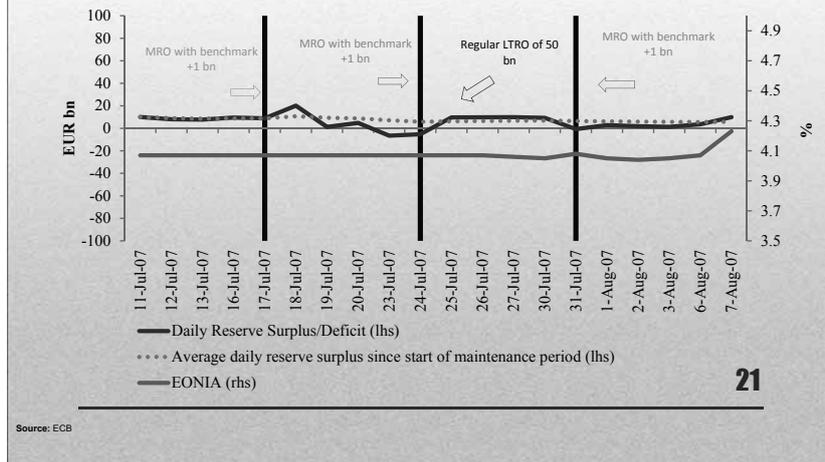
R^s is the rate when banks are short of liquidity and borrowing from the ECB

P_s is the probability of banks being short on liquidity at the end of the maintenance period.

20

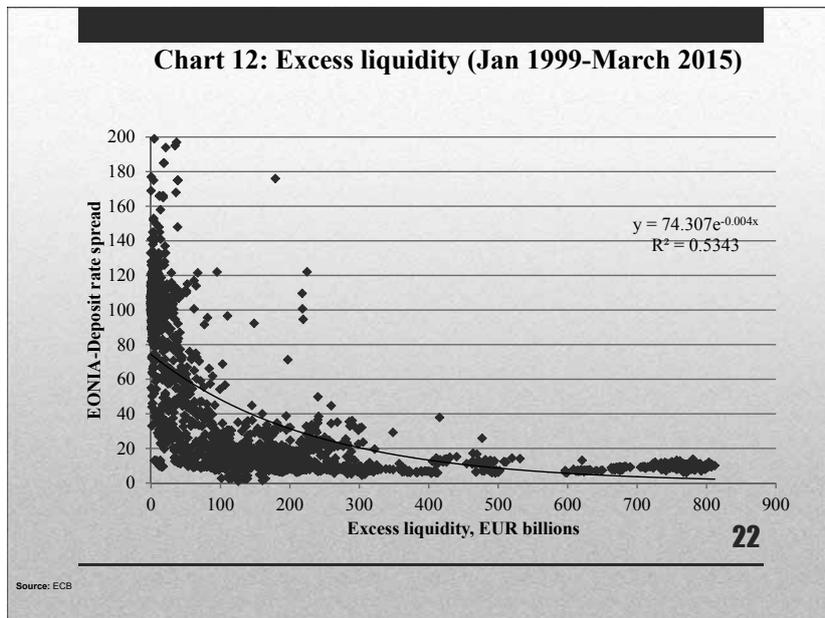
シート 20

Chart 11: Liquidity and overnight interest rate before the Great Recession



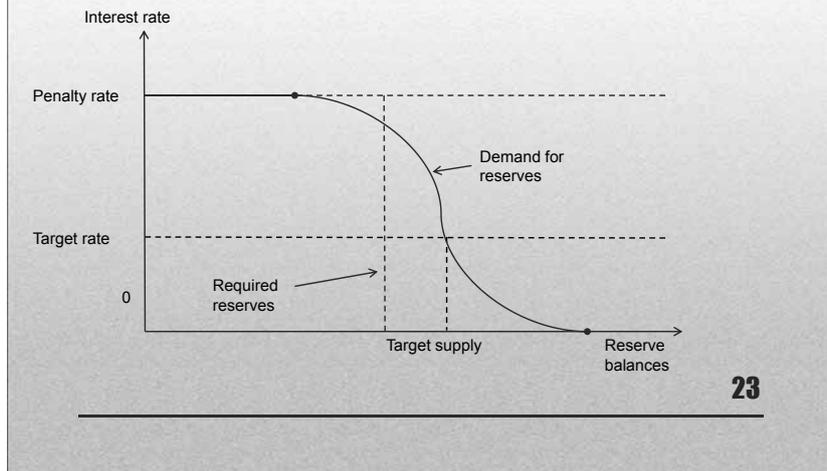
シート 21

Chart 12: Excess liquidity (Jan 1999-March 2015)



シート 22

Chart 13: Monetary Policy Implementation in the Unites States



シート 23

4. The unsettled issue of financial stability

Pre-crisis Central Banking

- Independence
- Price stability
- Inflation targeting
- Taylor rule
- Interest rate control

Financial stability

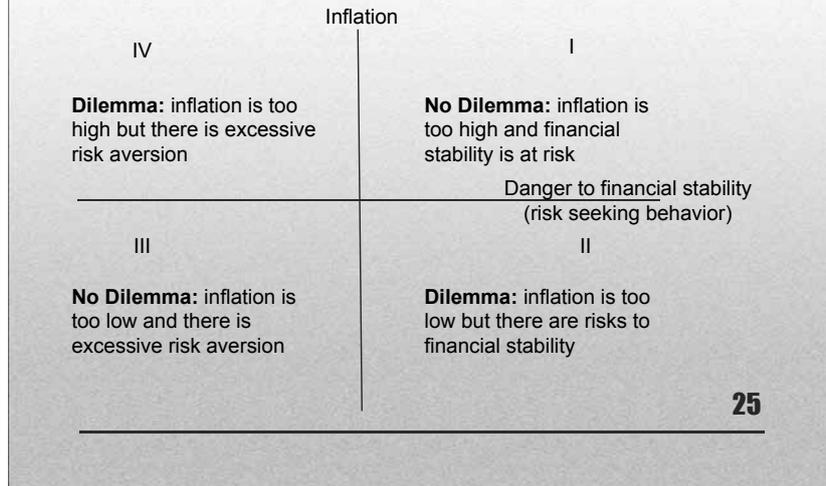
“contribute to the smooth conduct”, “may offer advice”, “may perform specific tasks”

vs

“The primary objective of the European System of Central Banks shall be to maintain price stability.”

シート 24

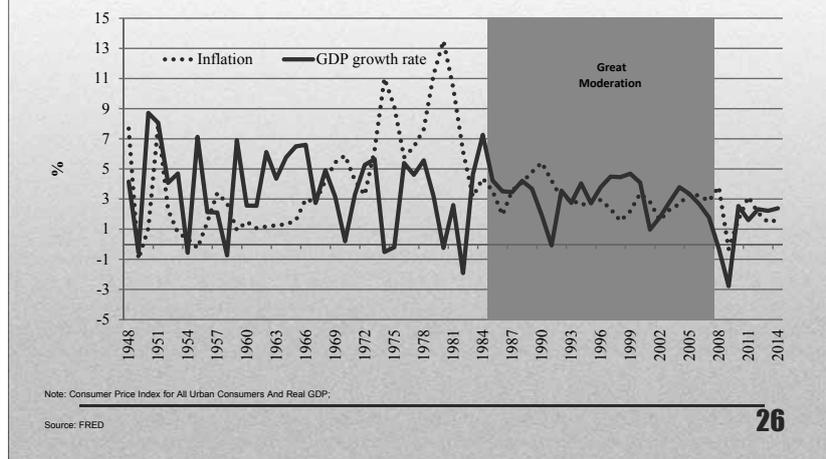
Chart 13: The dilemma between financial and price stability



シート 25

5. Planting the seeds of the Great Recession

Chart 14: US GDP growth and inflation



シート 26



5. Planting the seeds of the Great Recession

Macroeconomic failings

Regulatory failings

Financial failings

Intellectual failings

27

シート 27

コメント



国際決済銀行アジア太平洋代表事務所 地域顧問 **Frank Packer**

○ **Packer** どうもありがとうございます。今回の会議を組織してくださった方にご招待いただいて、とてもうれしいです。矢後先生、白川先生、また、Papadia 先生とご一緒できてとても光栄です。

期待どおり非常に深い示唆に富んだ中央銀行についてのご講演をそれぞれよりいただきました。本当に今日の講演者からいろいろ過去においても学ばせていただいています。ということで、私のほうからはいくつか BIS のチャートを、まだご覧になっていないものもあると思いますが、来週出る臨時報告書に載っているものなので、ちょっとそれを目にかけて、金融安定のリスクという点で、BIS はずっと考え続けてきたので触れてみたいと思います。それから、さらにもう一步振り返って、私の観点、金融安定、金融サイクルについてバーゼルで興味深い政策が行われましたので、それを少しご紹介したいと思います。

まず金融危機があって、金融サイクルがあってということで、レビューしたものがあるのでご紹介します。あとはマクロ・プルーデンス政策と呼ばれているものについて考えます。

それでは、金融政策はどのようになっているのかということで、まず近況を考えてみましょう。金融政策はとても緩和であり、どんどん金利は下がっています。主要な先進国は、アメリカ、ECB、Fed、日銀含めて書いてあります。インフレはどんどん減っている。ヘッドライン・インフレは下がっています。石油価格も下がっているということです。

それから、バランスシートは中央銀行でどんどん拡大しています。トータルで、内国為替ベースで、米ドル高では記録的です。ドルが若干下がったとしてもそうなのです。また、政策がどのぐらい乖離してきたかということです。かなり注目されているのですけれども、大きなテーマになっております。

実際の政策金利をご覧になってください。先進国の政策金利はゼロ金利に近いということで、ほとんどゼロ制約になっている。資産についてのものですが、中央銀行の資産保有高、日本がブルー、アメリカが黄色です。各中央銀行がどのぐらい資産をもっているのかということで、アメリカはちょっとこんな感じになって、QQE になって日本が急騰しているわけです。ECB は、これはちょうど調査期間の末から始まっていて、かなり積極的にバランスシートを増やしているということです。あと、実質政策金利をとっています。日米欧、皆マイナス金利領域に入っているのです。ということで緩和政策が横行しています。

エマージングはどうでしょうか。ちょっと金利が低い、名目政策金利が下がってきています。

左側のパネルのところはゼロということで、ブラジルは例外で、ニュージーランド、フィリピン、コロンビアとかもありますけれども、ほとんどの場合は例外を除いて金利は下がってきていて、赤い点が2000年から2007年の中位数平均ということです。今年のものが棒グラフで示されていて、ほとんどの国の名目政策金利は昔に比べて下がっているということです。

中央銀行の資産買い入れですけれども、これと連動化しているということで、公的部門がますます国際市場で大きな役割を担うようになってきているということが示されております。ここで特記すべきは、左側にごぞいますように、アメリカ、イギリス、日本、そしてユーロ圏含めて国債の公的保有高が増えていることです。中央銀行の国債保有が増えているということで、金融危機以降、大半を買っているのは中央銀行であることがわかります。保有率は6%だったのが今や8%ほどに上がってきているのです。

もう1つ、これは金融緩和の結果で金利ですけれども、長期金利も含めてかなり下がってきたということで、長期金利のほうマイナスになっている場合も多いということです。これはとても重要なチャートだと思うのですけれども、現状は過去と比べても全然違うということです。ここが違うということです。

中央銀行のエコノミストはいろいろな技術がそろっているといっています。だから、長期債のイールドを予想することができて、これをばらにして考えることができる。そして、それからボンドがずっと有効期間中にどういう金利になるのかということが分かる。そして、残差についてはタームプレミアムになるということで、それがプラスになるのかマイナスになるのか、かなり分かるようになってきているというふうにおっしゃっているのですけれども、このチャートのもつメッセージとして、特に左側ですけれども、これは10年国債の利回りが書いてあります。黒の実線、どんどん下がってきています。ボラティリティーは上下変動がある。でも、レベルは低い。上下変動がありますけれども、赤い線はアメリカ、ユーロ圏ということで、左側ですけれども、これが期待されて予定されているコンポーネントということです。短期金利、10年続くことでどのぐらいなるかと。ブルーのラインはいわゆるタームプレミアム、リスクプレミアムに該当する部分であります。とどのつまり、タームプレミアムの果たす役割はどんどん上がってきているということが大まかな動きです。つまり、上がったたり下がったりの主要な要因はタームプレミアムだからということであり、短期的な金利はかなり安定しているということだと思います。

それでは、タームプレミアムはどうして動くのかということですが、はっきりと分かっていないのです。でも、中央銀行が入ってきて大量の証券を買い入れるということになるとタームプレミアムは下がるという傾向になっているのです。文献から分かっています。これが1つの材料となって長期金利を動かしているということになるわけです。これが今とても重要な金融政策の伝達メカニズムになっています。もっと理解を深める必要はもちろんあるのですけれども。——これは飛ばします。

2番目に申し上げたいのは金融危機の話です。あと、金融サイクル、循環についても述べてみたいと思います。BISではファイナンシャル・サイクルという言葉をよく使うのですが、こちらのチャートです。少なくとも私がバーゼルにいたときには、たくさんの人々が金融危機のコストについて、2008年の危機のことですが、どのぐらいのコストがかかったのか皆が注目していたので、バーゼル委員会のほうで長期的な流動性や資本要件をもっと厳格化するとどういう効果が出るのかを見ていました。

この自己資本要件は、高めるともちろんコストはかかりますが、金融危機の起こる確率を下げるができるということです。ただ、ケース・バイ・ケースで、金融危機のコストをどこに置くのかということによって変わってきてしまいます。長期的な評価を行いまして、金融危機コストを算出しましたが、主たる要素は、金融危機コストを算出して、左側のチャートのシナリオになった場合に金融危機はもしかしたらGDPを下げてしまうのではないかということでした。

しかし、ある程度期間がたつと、GDPはもう一回トレンドに戻ってくるというシナリオも考えられます。そうすると、金融危機のコストはこの紗のかかった部分だけに限定されるということになるわけです。しかし、そうではなくて、金融危機の結果、恒久的にシフトが起こってGDPがどんどん下がり続けるということになって、前のトレンドに戻ることはないということになると、もちろん金融危機のコストはずっと高くつくということになってしまいます。だから、割引率、ディスカウント・レートだけがリミットになるということです。

バーゼル銀行監督委員会のワーキンググループや、クラウディオ・ボリオさんがまさにこのサブグループの委員長を務めておられたのですけれども、いろいろなことを考えて、第2のシナリオが先進国、新興国に共通するものではないかということになりました。GDPが金融危機のときにどうであったか、2007年のアメリカの数字、92年の日本、81年のメキシコ、97年の韓国、91年のスウェーデンということでプロットしてあるのですけれども、つまり、金融危機が起こると各国において結果として恒久的に生産高が失われます。バーゼル委員会として1%の金融危機が起こる確率が減るということになると、0.6とかGDP対比でかなりのコストがかかるということが分かったわけです。

銀行は資本要件がきつ過ぎるとよく不満をいいます。でも、思い起こしていただきたいのですが、これはかなりの政策をとった結果なのです。どのぐらいのコストがかかるか、すなわち、もしその自己資本要件を増さない、流動性要件を増やさないとどのぐらいのコストがかかるのかということを綿密に計算した結果、ああいった要件になっているわけです。

さらに、先を急ぐのであまり申し上げられないのですが、最近の経験学的な調査を見ると、金融危機のコストは高い。どうしてこんなに高くつくのか。それは金融政策のみならず、その他の政策が一度金融危機が起こるとあまり効果が出ていないということなのです。それから、金融サイクルのことを申し上げたいと思います。金融サイクルは何かということですが、これはレオナルド・ガンボカウタというリサーチ・アドバイザーがいったことです。

73のリセッションを24の先進国について1960年代にさかのぼって見たところ、金融危機ということで大体一致したのが29ぐらいありました。横軸のほうは、リセッション中の金融政策のスタンスはどういうものなのかということで、平均実質金利をベースにしてプロットしています。縦軸のほうは景気回復期における平均GDPの伸び率です。金融危機が起らなかった国については、普通のビジネス・サイクルがあった、リセッションのときには金融緩和をする、そうすると景気回復のときにはより高い成長を享受することができたということになっています。上のほうの左の四分円のところですが、金融緩和をしたらその分強い景気回復だったのです。でも、右側をご覧ください。これは金融危機が起こった国の場合です。そうすると、同じような軌跡にはならないのです。ほかにも変数があって、これは多変量解析を行った結果です。でも、こういった場合、金融政策は金融危機が起こってしまうとあまり有効でないという証明になるのです。

Papadiaさんの講演の中で、金融危機についてかなりの文献がそろっているというお話がありました。あまり知名度がない研究もあるのですが、例えばフィリップ・ロウさん、この方は今オーストラリア銀行の副総裁ですけれども、BISに出向していたときがありまして、そのときにクラウディオ・ボリオさんとお話をするようになり、ちょっと気づいた点が出てきたのです。それは、金融安定についていろいろな事例があるということです。例えば資産価格が大きく振れるから大きなダメージを受けるのだということがあったけれども、業界としては与信の伸びのほうにかなり注目していると。だから、資産価格をもうちょっといい形で銀行危機のモデルに当てはめることができたらいいのではないかということになり、そのころBISとしてはかなり資産価格について主要国、かなりの国を対象にしていいデータが入るようになってきたので、いろいろな指標を組み合わせ考えてみたのです。

これは彼らのイノベーションですけれども、単一指標をとるのではなくて複数のものを組み合わせたということです。与信の伸びが高い、資産価格がトレンドを超えている。そうするともっと悪い状況になるのかということです。累積プロセスに注目されたということです。長期的なトレンドからギャップを見たのです。脆弱性というのは経年的に積み上がっていくものなのかどうかを見たということです。

それから、GDPに対してのクレジット・ギャップとかアセット・ギャップも見たということでもあります。そして、これを見るとかなり危機を予測できるということで、またボリオとドレーマンが、2009年により最近の金融危機も勘案して、この線に行くと金融危機を予測することができると。オランダ、ドイツなどはクロスボーダー・エクスポージャーが多かったので、国内の与信、データだけを見ては分からない点があるということだったので、もっとよりよい銀行データがとれば、こういった国についてもよりよい予見ができるということだと思えますけれども、フィリップ・ロウとクラウディオさんが始めた作業だったのです。

それから、私のお気に入りというかBISのお気に入りのことを申し上げたいと思います。金

融サイクルの話です。金融サイクルは何かということですが、いろいろな変数が入っています。与信とかGDP対比の与信、2つ同時に入るときもあります。トレンドからの乖離とかアセット・プライスとか、最近是不動産価格もかなりいいものが入ってきてデータベースに入れるようにしています。そして、長期トレンドからどのくらい乖離しているのか注目しています。

2つか3つの変数を入れて金融危機を占おうとしているわけです。加重平均をとって、フリークエンシー・フィルタリングも行いまして、これが金融サイクルだということになるわけです。そして、これをベースにしてトータルでとるのですけれども、これをもって金融ディストレスを予見するというをやっています。その結果、ファイナンシャル・サイクルの天井と谷の差がかなり大きいというのがお分かりになると思います。GDPサイクルもあってあります。また、頻度は、かなり間隔が長いのです。ですから、ファイナンシャル・サイクルのほうは、一度起るとビジネス・サイクルとは違って数十年続くということになるわけです。金融サイクルということになりますと、金融危機との連関性で考えられる場合が大きいということなのです。

こちら10日後に出される年次報告書の中に入っているものですが、国によってはちょっと危惧するような金融サイクルを提示しているところがあるということです。赤い線ですけれども、GDP対比の家計の債務がどんどん増えている、住宅価格も堅調に上がっていると。ファイナンシャル・サイクル指標を合わせているのです。黄色や赤で示されています。これは決してよくないということなのです。オーストラリア、カナダ、香港、韓国、ニュージーランド、ノルウェー、シンガポール、スウェーデンも入ります。

今、世界的に低金利環境ですから、金融安定リスクがあるということ、つまり、金融サイクル上から見てちょっと心配せざるを得ないという材料が出てきたということですが、どうしたらよいかということです。ここでマクロ健全政策が出てくるということです。多分ここにいらっしゃる方々はマクロ・プルーデンス政策については何度もお聞き及びかと思うのですが、ご存じない方のためにちょっとご説明申し上げます。

マクロ・プルーデンス政策の定義ですが、広範な目標をもって、まずシステミックリスクに歯止めをかけること。そして、起こってしまうとマクロ経済が混乱してしまうから、金融システムの混乱を避ける。まず、マクロ・プルーデンス政策をやるためにはいろいろなレギュレーションを使う、また、個別金融機関の監督などを使うということになっているわけです。そして、金融システム全体のリスクをできるだけ限定しようということでもあります。個別の機関に対してミクロで対策をとっても全体としてマクロ・プルーデンス政策になるということなのです。

ビーエン・シェンさんがBISに入る前からマクロ・プルーデンス政策にとっても興味をもっていたので、こういう一覧表を出しています。Loan To Value Ratioや担保の掛け目やキャップをやるなど、資産の部でコントロールするときもあるし、負債の借り入れの部で行うときもあり、また銀行のツールを使うときもあるということです。

マクロ・プルーデンスツールというのは大体銀行関係のものが多いのです。BIS関係の人が今

まで研究しているので、いろいろな文献がかなり出ているのです。マクロ・プルーデンス政策のインパクトについて研究されています。IMF、ECB 等々です。たくさん文献があるので、ちょっとご紹介します。クラウディオ・ボリオとシムが行った——BIS の香港オフィスにいる同僚ですけれども、かなり早目に彼らは研究しています。金融危機が起こる前から研究していたのです。マクロ・プルーデンスポリシー・アクションに着目して研究しています。

アジアでちょっと安心するのは、アジアで金融危機が既に 80 年代後半にあったので、多くの法域においてエコノミーはかなり力を入れてマクロ・プルーデンス政策をやるようになってきたということで、いろいろデータポイントはもうとれるようになっているのです。アジア各国においてはマクロ・プルーデンス政策をやって民間で与信の伸びを抑えました。

LIMRA は、これは IMF の研究ですけれども、やはり成長率に対しての影響を見えています。それから、シムはカトナーと共著で、住宅の与信の伸びというのは所得に対しての借り入れ率から影響を受けているということを述べています。また、担保掛け目でローンが決まるということで、その変化によっても左右されると。これは多分に住宅市場関連ということでマクロ・プルーデンス政策について述べられています。

一方、結構ミックスした結果も出ています。本当に資産価格をコントロールできているのかどうかということとは分からない。与信の伸びはかなりよくコントロールされているということとは分かるのですけれども、マクロ・プルーデンス政策を使うことによって本当に資産バブルを止めることができるのかどうかということまでははっきりと結論は出ていないのです。

そろそろ結論に入るのですが、金融政策とはマクロ・プルーデンス政策の相互作用について研究が今後進むと思われれます。物価安定とか経済安定とか、ブルーで示されているところですが、マクロ・プルーデンス政策はシステムリスクとか金融の安定だけを見るのかという話にもなるのですけれども、政策がほかの目的に相互作用を出すというのであったら、やはりそれもにらみ合ってやっていくということになると思います。

そして、マクロ・プルーデンスツールが左にあって、金融政策が右側に書いてあるのですけれども、ここの主要な目的は、マクロ健全政策は資産の部、キャピタルサイドのツールを使う、それからライアビリティ、負債の欄のツールを使うということですが、これは融資および借り入れのコストに関するもの、金融政策にも関連してくるということになるのです。

つまり、金融政策とマクロ健全政策というのは、協調して動くべきなのか、それとも乖離していいのか、ばらばらに動いていいのかということですが、特にアジアにおいてはお互いにこれを相補完し合うと。緩和金融政策がある場合にはマクロ・プルーデンス政策を使って金融安定の影響度を緩和すべきだという説もありますし、あるレジームにおいては独立した金融政策がないので、そこまでいかないという説もあるわけです。

独立した金融政策がある場合には、反対の方向に引っ張ってくれるツールを使うのはいいアイデアではないかもしれないとピーエン・シェンがいつているのですけれども、シムとの共著で、

これらの政策がお互いに補完し合う形でやったほうがうまくいくのではないかと述べています。これは経験学的な視点で、引き締めるのか緩めるのか、同じ方向に金融政策もしくは金利政策と向かっているのなら、相補完し合うということであまりうまくいくのではないかとということです。

これは最後の結論ということになるのですけれども、マクロ・プルーデンス政策と金融政策の間にはアジア代表地域では相関関係があるということです。プラスで出ているということは相関関係がプラスだという意味です。ある部位においては、もし金融政策が引き締められるとマクロ健全政策はより引き締めの方向に連動していくということです。

最後のところで、本日のまとめとして、タームプレミアムのお話を申し上げました。これは最近出てきた概念なのです。金融文献の中でもそうです。これをもって今日の中央銀行の資産買入れが積極的なところでレートを引っ張ってきているキードライバーだということなのです。タームプレミアムで決まっていると。しかし、もうちょっと理解を深めなくてははいけない。

第2に、中央銀行はファイナンシャル・サイクルに着目すべしということでもあります。そして、クレジット・マクロ・プルーデンスポリシーは代替的ではなくて補完として使うということです。

以上です。どうもありがとうございました。

パネル・ディスカッション



○司会者　ただいまより、パネル・ディスカッションを始めます。パネルディスカッションのモデレーターとして、早稲田大学総合研究機構客員教授で株式会社みずほ証券リサーチ&コンサルティング理事長の吉國眞一先生にお願いいたします。なお、パネルディスカッションは英語で行われます。

では、吉國先生、よろしく申し上げます。

○吉國　皆様、こんにちは。

私は吉國と申しまして、早稲田の客員教授を務めております。本日は司会役を仰せつかって光栄でございます。このような立派な席でご一緒できてうれしいです。他のパネリスト同様、私自身も日銀、BISを通じて中央銀行ソサエティーに属していた経歴上、どうしても中央銀行側にバイアスがかかってしまうのですけれども、できるだけ多様性を確保して討議を進めていきたいと思っております。

(シート1) まずこの有名な発言から始めましょう。ウィリアム・ジェニングス・ブライアンが19世紀に行った「人類を金の十字架にかけてはいけない」というスピーチです。当時アメリカには中央銀行はありませんでした。しかし、この言葉はとても深遠な意味合いを中央銀行にもっているのです。これは矢後先生の、中央銀行は事後にできたという発言にも結び付くでしょう。

(シート2) 当初ご出席予定だった Tarisa Watanagase 先生が、出席がかなわなかったのは残念ですが、プレゼンの内容は事前にいただいておりますので、私が要約させていただきます。

“Dual Mandates: Challenges for Emerging Market Economies” というのが演題になっておりまして、二重のマンデートというのは物価安定と金融安定の2つを指しています。ただ、物価安定については、Tarisa 先生は、成長や雇用が、暗黙の目標となっていると述べています。

一方、アジア金融危機の後、アジアの中央銀行は教訓を十分学び、特に金融安定の重要性を理解した。それによって、アジアの経済はグローバル金融危機をうまくしのぐことができたと彼女は主張しています。

いずれにしても、この二重のマンデートもしくは三重のマンデートといってもいいのですが、これが中央銀行にとっては大きなチャレンジになっている。特に金融政策への過度な依存がこの頃目立つということであり、中央銀行への政策依存が高い。また、一般国民の中央銀行の能力に対しての期待も強くなっているということです。特に新興国においてはさらに上乘せしたチャレンジが存在している。すなわち経済のリスク管理に於ける手段が十分そろっておらず、また、金融市場での様々なインフラが発達していないという問題を指摘しています。

Tarisa 先生は、また最近の政策立案におけるタイ中央銀行での経験を振り返っています。すなわちフレキシブルなインフレ目標をベースにしており、そして、マクロ・プルーデンスの視点を加味しつつ金融安定を図っている。例えば住宅ローンについて、担保の掛け目を低下させるこ



吉國氏

などを通じて、商業銀行が提供している住宅ローンの動向に働きかけるといったことです。

(シート3) 金融危機について述べるたびに思い出す言葉があります。バーゼルⅡの議論が決着した時、ロンドン・スクール・オブ・ビジネス (LSE) のグッドハート教授がBISでスピーチをしました。私も聴衆の1人でしたが、教授はそのなかで、学生に銀行監督機関への就職を勧めない、監督機関の仕事はシジフォスの労働(さいの河原のような徒労の繰り返し)だからと言われました。シジフォスはギリシャの神話の登場人物で、まさにこれがヨーロッパで、とりわけギリシャについて起こっています。こうしたなかで金融規制、そして中央銀行の果たす金融規制における役割が、金融危機を経験して大いに強化されています。国民からの期待も高いので、金融規制を考えるのは大変だということです。

グリーンSPAN元連邦準備制度理事会(FRB)議長も、かつて民主主義社会における中央銀行というのは社会が直面する緊張を全て集めてしまう磁石のようなものと指摘しました。

(シート4) この図はBISの年次報告から引用したもので、まさにグリーンSPANがいつていることです。中央銀行が中心にいます。そして、中央銀行に対して家計、政府、金融部門から、それぞれいろいろな要望が山積され、それに応えなくてはいけないという厳しい立場に置かれていることが如実に示されています。

(シート5) 中央銀行は、現在2つの課題に直面しています。金融政策については2%のインフレ目標が21世紀の「金の十字架」になっているのではないかと、これが大きな論点だと思います。厳格なインフレ目標を設けることについては賛否両論あります。インフレ目標は透明性が高くアカウンタビリティも高い反面、政策の実行に際して多くの課題があります。日銀は2年で2%と2年前に宣言し、2年経ちましたが、インフレはまだ0%台です。一方、2%のインフレが本当にこの短期間に達成されたのであれば、深刻なインパクトを金融市場に与えたかもしれません。とすれば日銀は俗に「キャッチ22」と呼ばれるジレンマに見舞われているのかもしれません。

プルーデンス政策については、多くのエコノミストが、既に「バーゼルⅣ」に向かっているのではないかと考えています。バーゼルⅢが決着した後、バーゼル委員会はトータルの損失吸収能力(TLAC)という新しい概念を導入しました。さらにバーゼルⅢのリスクウエートを抜本的にレビューするなど、自己資本規制自体の見直しも進んでおり、これは既にバーゼルⅣの領域に入っているのではないかとこのわけです。一方ローカルな規制についても、アメリカのドッド・フラック法など様々なイニシアチブがあり、そうしたローカル規制の域外適用の可能性といった点などにも留意しなければなりません。

こうした状況下、中央銀行は2種類のエラーを犯すかもしれないリスクに直面しています。第一は金融緩和政策からの出口が早過ぎる、もしくは金融規制が厳格になりすぎて経済が窒息してしまうタイプのエラーです。逆にタイプ2のエラーは緩和の出口が遅過ぎる、一方規制面では抜け道を残してしまい、金融バブルを再来させてしまうかもしれないということです。

(シート6) かなり雑駁な形ですが、中央銀行が置かれている現状を図解してみましょう。す

なわち、3つの目的、物価安定、金融安定、雇用・成長全てを同時に達成できないというトリレンマに直面しているということです。このうち物価安定と雇用・成長を目指してきたのがFRBです。これは、アメリカで法的に決まっているマンデートです。しかしながら、他方、物価安定と金融安定を目指すべしとBISは主張しており、その場合雇用・成長が犠牲になるのではないかという訳です。

(シート7) しかし、これは近視眼的であり、ナイーブな解釈だと思うのです。長期的にみればこの三角形はもっと小さくなるのではないか。そのためには、まず政治家も含めた一般国民が金融リテラシーを高めなくてはならない。そして政策の立案者、実行者である中央銀行、金融監督庁、財務省などが互いに協調し合わなくてははいけません。ポリシーメーカーのガバナンスを高めるということです。また、金融界、産業界のガバナンスも高めていくことが必要かと思います。

(シート8) そうなればこのシジフォスの作業も前向きに解釈することができます。確かにシジフォスは石を山頂に運び上げては、石が落下し、再び運び上げるという作業を繰り返すけれども、石が落ちる場所は徐々に高くなって行くのではないか。こうした積み重ねになってチャレンジによりよく対応できるようになるのではないかと思うのです。これは正しくジャン・モネがヨーロッパの統合について言ったことです、すなわち「ヨーロッパは危機を通じて鍛えられ、危機に対する対応の積み重ねとして構築されていく」。中央銀行もこれに倣うことができるのではないのでしょうか。

それでは、パネリストの皆さまに討議をして頂きます。

まず、白川先生に私からの質問です。先生のスピーチでは、中央銀行の全ての面について、深く触れていただいたので、あまりつけ加えることはないのですけれども、特に興味を引かれたのが、二分法の話です。物価安定なのか、また、金融安定なのか等々ということですが、日銀総裁であられたときに、「1つのポリシーを1つのポリシー・オブジェクトに対応させる」というティンバーゲン・ルールを再考したほうがいいのではないかと記憶しています。ほとんどの中央銀行は今でもこのティンバーゲン・ルールを意識しており、金融政策を金融安定に使うということについては否定的と思いますが、どうお考えでしょうか。

○白川 今のご質問はティンバーゲンの法則・原理についてでした。政策当局が複数の目標を達成したい場合には、その目標の数と同じ数だけの政策手段が必要であるというのがティンバーゲンの法則・原理です。金融政策は物価安定を狙うべき、そして監督は金融安定を目指すべきという二分法が古典的にはあるわけですが、もしこのふたつの目的が独立しているのであれば、概念的にはティンバーゲンの法則は正しいと思いますし、ティンバーゲンの法則に反対するものではありません。

ただ、問題は、政策目標はそれぞれ独立したものなのか、それとも相互に関連しているのかという点であります。今日のパネリストの先生方は全員、物価安定と金融安定の間には相互作用があり、相互の関連性があるのだということをおっしゃっていました。グローバル金融危機以前も

既にこの議論がありました。グローバル金融危機を受けてこの議論はさらに盛んになっております。それでもまだこの問題についての解を見出すことができていません。物価安定、金融安定がそれぞれ独立したものであればティンバーゲンの法則は完璧だと私は思います。でも、それは本当にそうなのかという問題提起です。

そして、もう1つの論点を追加したいと思います。グローバル金融危機後、中央銀行というのは物価安定と金融安定の両方を目指すものであるといわれますけれども、そういう枠組みで話すと、それでは中央銀行はどちらの目標を優先するのかという議論にどうしてもなってしまうわけです。

私が見る限り、物価安定と金融安定は同じコインの表裏両面だと思っておりまして、私は中央銀行が責任をもつのは、その両方を包含する通貨の安定という目的であると思っています。もし目的・目標が1つであるということであれば、この唯一の目標を達成するために複数のツールがあるということになりますし、これら使えるツール全てを最大限生かすべきであるというのが私の現在の立場です。

○吉國 白川先生、どうもありがとうございます。

それでは、次にまいります。Papadiaさん宛てですけれども、我々は皆ギリシャの問題を懸念しています。マーケットでは楽観的なムードが出てきた、当局者も楽観的になっているような感もあるけれども、ギリシャの状況は、実態はもっと悪化しているのではなないか。政策当局としては、万が一ギリシャのユーロ離脱（グレグジット（GREXIT））があっても、ギリシャにとっては大変なことだけれども、ユーロ圏はそれほどひどいことにはならないということなのではないでしょうか。

私としては楽観的に考えたいと思っはいるのです。ヨーロッパは既にユーロ圏についての様々なシステムを変えてきています。欧州安定メカニズム（ESM）や、銀行同盟とかいろいろ対策を着々と打っているということです。ただ、リーマンショック直前のことを想起すると、当時も同じように金融市場はリーマンショックを十分吸収できると思っていた面があります。

実際にギリシャが離脱してしまうとか、また、イギリスがEUから離脱するといったようなことになると、これはやはり大きな危機になるのでしょうか。でも、この危機があるからジャン・モネがいったようにEUとしてはもっと強くなれるということなのですか。どちらでしょうか。

○Papadia これはとても興味深い質問です。おっしゃったようにジャン・モネの予言があり、今までのところこのとおり来ている。60年間ぐらい着々と進歩的にヨーロッパ全体の統合が一步一步進んできているわけです。これはかなり危機的な状況下で苦しいときだからこそやってきたのです。危機が起こるたびに強くなってきたということです。

この統合のプロセスは本当につらいプロセスなのです。各国が少しずつ主権を放棄していかなくてはいけない、もしくは共同で主権を行使するということになるわけですが、これは大変難しいです。本当にやれと迫られたときは、やはり危機でも起こらないと、主権の放棄とかそこまで踏み込めないというのが実情だと思うのです。ですから、危険でもあるし、とてもナーバスにな

らざるを得ないということです。いつも瀬戸際政策みたいなことに追いやられるわけですから、当然神経質になりますよね。これはご質問の一般論としてのお答えです。

それから、イギリスも出ていくのか、ユーロからギリシャが離脱するのかということですがけれども、これは少し時間軸が違います。ギリシャの場合は、ギリシャの離脱は今の問題です。イギリスが出ていくかどうかということは、もう少し時間をかける問題、中長期的な影響の話ですから、必ずしもインパクトが少ないというわけではないのですけれども、イギリスは今そこにある問題ではないのです。でも、ギリシャのグレグジットというのは今そこにある可能性というふうにいえるということです。

本当にギリシャが離脱した場合の影響、トラウマについてどう対処するかということですが(吉國)先生が指摘されたように、18カ国残るわけです。何とかしなくてははいけません。ショックをオフセットしなくてははいけないのです。ユーロは永遠に続く通貨であったはずなのに、1カ国が離脱してしまう、放棄してしまったではないか、ではどうするということになるわけです。

そこから出てくるショックをどうやって相殺できるのかという話ですがけれども、それはより団結するということではないでしょうか。特に財政面についてです。1つの歳入源、1つの歳出というかたちでユーロ圏のレベルで一元化するというのも考えられるわけです。そして、失業保険などについても、共通化していくこともできるかもしれない。もちろんグレグジットが確実に起こるということではないけれども、突然インパクトが出てもある程度相殺できるということです。

○吉國 Papadiaさん、どうもありがとうございました。

フロアからも同じようなご質問が出ているのですね。例えば1つは、グレグジットがあった場合にはユーロ圏として何をやるべきかということです。既にお答えいただきました。あともう1つ質問が出ています。もしギリシャが離脱しない、残るということになると、ECBやほかの国は何をすべきだとお考えでしょうかということです。

○Papadia そちらは簡単な答えになります。というのは、もしギリシャが最終的に残るということになりましたら、2つの大きなリスク、危機から発生してきたリスクはもう対処済みということになるのです。2大リスクというのは、まずサポート・ファティグということで、支援疲れというのが債権国側で目立ってきたのですね。弱いメンバーに対してどこまで資金をつぎ込まなくてはいけないのだという話です。これにピリオドが打てると。

また、弱い国は調整疲れというのがあるのです。ギリシャは既に危機の最中にGDPの4分の1を失っているわけですから、支援を受けるほうも疲れているということです。調整疲れ。ユーロにとどまってくれば調整疲れのほうはある程度サポートできる、うまくできるということで、でも、自己満足には陥れないということです。

まだいくつかの弱点がユーロの構築には残っているので、これはもう少し要検討だと思います。もう少し構造的な措置を連邦のレベルでとり得るようにするという、それから、特定国に特

異なるショックが起こったときに共同で対処できるようなツールをもっと増やして銀行同盟を完結させるということだと思います。まだ進行中のものなので。

○吉國 どうもありがとうございました。2、3年前に比べますと、ギリシャ以外の周辺国、ポルトガル、スペインといったような国の状況は、昔よりはかなり改善したということによろしいですか。

○Papadia そうです。いわゆるトロイカの体制の中で検討されていた国については、おっしゃったように状況はかなり改善しています。特にアイルランドが一番よく改善しました。アイルランドは本当にすばらしい成績で危機から脱却できたわけです。同じようにスペインについてもいえます。今、スペインはユーロ圏で一番早く成長している国です。ポルトガルも改善しています。キプロスもそうです。でも、当面のところ、ギリシャが違うということなのですね。

つまり、その反証として、深刻でありながら、トロイカの中に入っていなかったイタリアではやるべきことをあまりやっていないわけです。ご存じのように、トロイカが結果としては圧力になったということではないのでしょうか。そして、ハッパをかけられて改革せざるを得ないということになったのでしょうか。フランスについても同じことがいえます。

○吉國 Papadiaさん、どうもありがとうございました。

それでは、Packerさんに移ります。とてもホットな問題についてです。これは直接中央銀行にはかかわらないことかもしれませんが、中国のイニシアチブでAIIB（アジア・インフラ投資銀行）を今つくろうとしていますよね。日本のプレスのインタビューに答えて、Tarisa氏は、日本は加入すべきという主張をされているわけです。もちろんAIIB自体のガバナンスが強化できるというのを前提で。でも、日本の世論は今二分されているわけです。

個人的には日本はイニシアチブをもっと中国より先んじてとるべきだったと思うのです。特別基金をADBの中に設けるとか、そして、アメリカを説得してアジアの中で中国にもっと国際金融機関の中で大きな役割を果たしてもらおうとか。ただ、AIIBのみならず広範なアジアにおける金融協力ということで何かご意見ありますか。Packerさん、AIIBについて何か思うところはありますか。

○Packer 吉國先生、どうもご質問いただいてありがとうございます。これはとてもいいご質問をいただいたと思います。香港でも今いろいろ話題に上っています。国際機関に働いている者にとっては、わくわくしているともいえると思います。なぜなら、多分職員の募集があるのではないかとということで、結構期待をかけているということで、就職できるのではないかと時々冗談めいていうのですけれども。

でも、全体として、やはりこれは変化の要因になるのでエキサイティングに思っています。数年もたったらより大きな機関になっているのではないかとということで、今後を見守っていきたいと。今でも、インフラに対しての資金的ニーズが高過ぎるのです。世界中で、特に著しいのがアジアだということです。

残念ながらちょっと数字は忘れてしまったのですが、1年ぐらい前インフラ・ファイナンスで会議を主催したことがあったのです。そのときに世銀が推計値を出してきたと思います。どんな値でもあまりにも大き過ぎて、ADB だけでは、もしくはどんな機関をもっても、10のADBが集まったとしてもとても対処し切れないぐらいニーズが大きいと。

だから、どうしてもインフラ資金を出してくれる機関が必要ということは事実なのです。ただ、おっしゃったようにガバナンスの問題があります。今、ガバナンスを構築している最中ということですよ。ガバナンスが本当にうまくいくのかということが皆見ている点なのですから、イギリスなどが多分厳格な基準を求めると思います。

中国は本当に真面目にいろいろな人たちが主導権をとって、経験豊かな人を担当者に当ててやっているわけです。私個人的にはエキサイトしていますし、いろいろな規則をつくるに当たって、法的な問題を見てくださいということでアメリカ人をコンサルとして雇っているのです。

ADBのチャンジン・ウェイさんと話していて聞いたのですが、ADBとも連携するということですよ。ライバル同士ではないかといわれていたけれども、実は協調相手であるということで、例えば協力し合ってニーズを特定し合いましょうというふうになっているので、かなり進展が早いと。見守っていきたいと思っています。

○吉國 どうもありがとうございます。さらに興味深い点があるのです。人民元はどのようなふうになるでしょう。近々国際通貨になるのでしょうか。これも興味深いポイントなので。先進国の人たちはこの点をかなり懐疑的に思っているのです。というのは、人民元について、インフラがまだ未整備だとか外為についての管理が厳し過ぎるからとかあるのですけれども、何かご意見あるでしょうか。

○Packer これもまた、人民元をSDR構成通貨に入れるかどうかということがホットトピックになっています。いろいろな会議に出席して感じるのは、中国としてはコンセンサスができていて、人民元を入れるのだというふうに思っているみたいなのです。政治的に人民元をSDRの構成通貨に入れてほしいということで中国側としては望んでいるわけです。入ればより改革を加速してくれるかもしれません。

○矢後 どうもありがとうございました。とても時宜を得た話題でした。

それでは、フロアから質問をとりましょう。書面でいただきました皆さんからの質問です。まず、白川先生に対する日銀の量的緩和政策についてのご意見。

2つ目も白川先生に対して、サブプライム危機のときの日銀の意思決定についての質問です。

3点目、これも白川先生に対しての質問ですが、中国の古典的な金融政策と現代のQE、どちらの金融政策のほうが効果があるかという質問です。

4つ目、Packerさんに対してBISのマクロ・プルーデンス政策に関して、これは単に雨の日に傘を取り上げるという極めて有害な政策ではなかったかというBISのマクロ・プルーデンス政策に対する批判です。これに対してぜひPackerさんからのレスポンスをいただきたいと思

ます。

4番目の質問は、やはり白川先生に対してですけれども、現在の世界経済の見通しについての質問です。

それから、白川先生に対する5つ目の質問は、金融政策の一貫性についてです。またBISの香港での活動についてご紹介いただきたいという質問がありましたので、Packerさんから説明してもらいましょう。

それから、Papadia先生は既にギリシャに関しての2つの質問については答えていただきました。そして、最後の質問は、白川先生に対して為替という金融政策のチャネルに関する質問が出ております。では、簡単にご質問にお答えいただけますでしょうか。

○白川　まず、量的緩和政策に関する見解について問われております。現在の金融政策に関する質問といってもいいでしょう。私が日銀を2年前に離れましてから多くの国際会議等に出席してまいりました。元中央銀行の総裁の面々もそこに顔をそろえるわけですけれども、元総裁がどのような発言をするかということを見つめてきているわけです。私は自分が尊敬する中央銀行の総裁OBの言動に倣い、短期的な金融政策についてコメントをすることは控えたいと思います。それがこれらの一連の質問に対する私の答えとなります。

そして、次の質問、規制強化がグローバル金融危機以降進んでまいりましたけれども、これに関して、よく聞く規制強化に対してこういった規制によって経済回復の息が止められてしまっているという批判がございます。いいたいことはよく分かります。ただ、私としては議論に当たりやはりバランスが大事だと思っております、いくつかの要素のバランスをとらなければなりません。

1つは金融政策と監督・規制の間のバランスをとるということが必要です。単に規制だけに頼ってはいけないと思っております。規制だけに頼りますと、質問者が懸念して心配していらっしゃるように、結果として経済をオーバーキルしてしまうというリスクが出てきてまいりますので、そのバランスは微妙にとっていかなければなりません。その意味で金融政策もそこでは重要だということになります。

それから、2点目に重要なバランスは、監督と規制の間のバランスということになります。規制は金融機関をつうじてほぼ同じでありますけれども、監督はそれぞれの金融機関のリスクプロファイルに合ったものにテーラーメードしていかなければなりません。最終的には金融機関はそれぞれ異なっています。全ての銀行は同じではありません。それぞれ違うのです。だから、監督当局は、それぞれの金融機関、それぞれの銀行のリスクプロファイルに合った監督を行っていく必要があると思っております。もちろんそんなに簡単なことではありませんけれども、そうしなければリスクを回避することはできないかと思っております。

それから、3つ目に重要なバランスは地域間のバランスです。それぞれの経済はそれぞれの社会的契約によって制約を受けているわけです。ある意味、規制はそれぞれの経済的社会的契約、エ

コノミーの社会契約、経済情勢に合わせなければなりません。そういう意味でさまざまなバランスをとっていくことが重要だと私は思っております。

次にいただいた質問は、質問自体はかなり幅の広い、若干抽象的な質問になっていますけれども、その質問の最後にお書きいただいておりますのは、今の金融政策のレジームの結果としてバブルが発生する懸念はないのかというご懸念であります。先ほど Papadia さんがいっていましたように、近年頻繁に危機が発生しております。バブルも頻繁に発生している、その結果として後遺症や危機が発生しているわけです。

なぜこれほど頻繁に危機が発生するのか、バブルが発生するのか、非常にこれは重要な問いかけであります。その意味で心配されるのは、懸念されるべきは GDP 対比で見た過度な債務です。GDP 対比で見た債務の比率はこの二、三十年ほどの間、一貫して総債務が膨れ上がってきているわけです。グローバル金融危機を経た後も GDP に占める債務の割合は上昇し続けているわけです。債務が一たん過剰になってしまうと早晩バブルが発生し、それがはじけるという流れになります。

追加的に金利を引き上げること、利上げをすることがバブルの抑制に有効かどうかということ質問されることが多いのですが、そういう形で問いかけをするということは適切ではないと思います。問いかけるべきは個々の決定を貫く現在の金融政策のレジームそのものが果たして適切かどうかということ問いかけるべきだと思っています。

この二、三十年の間、金融政策を性格づけてきた要素が3つあります。1つは短期的な物価安定の追求、2つ目はボラティリティーを低く抑えることに対する重視、3つ目はプット・オプション的な金融政策です。マーケットのリアクションがアゲンストに働いた場合です。それぞれの要素を個別に見れば重要性があるのかもしれませんが、これらの3つの要素を全部総合して考えたときに、最終的にどういう影響、意味合いが出てくるのかということ総合的に考えなければならぬのです。

その意味で、私の冒頭の基調講演の中で若干触れましたが、どういう金融政策レジームと申しますか、どのような金融政策の哲学、理念が必要なのかを考えなければなりません。その答えを自分自身が持ち合わせているというふりをするつもりはありませんけれども、これはぜひ真剣にこの点について研究をしていらっしゃる方々にさらなる研究をしていただきたい点であります。

それから、次の質問は為替に関してです。この質問をなさっている方は、どうやってこういう問題をコーディネーションすることができるのかということ問いかけていらっしゃるわけですが、為替というのは相手が要るわけです。ですので、当然政策協調の可能性はあります。相手があることですから。

そういう意味では、1980年代の後半、政策協調が盛んに謳われたわけですが、その結果どうなったか。日本にとっては苦い経験に終わっているわけです。まずベストポリシーというのが何なのかが分かっていません。2点目に、政策の違いが発生するとそこに政治が入ってくる、

政治色を帯びてくるということがあります。そういう意味では、プラザ合意後の政策の展開は苦い経験だったと思っています。

この世の中というのは、グローバル最適、世界最適を探っていく必要があります。国内の安定性だけを目指すだけでは十分ではありません。それもまたわかり、現実なわけですが。私が今いえることは、率直な中央銀行間の意見交換が重要だと思っています。BISの会議に出るたびに思うのですが、各国の中央銀行の総裁は国内的なマンデートが課されているにもかかわらず、非常に率直な胸襟を開いた議論をしております。恐らくそれが我々の希望の光のひとつではないかと私は思っております。

そして、最後は中国の金融政策に関してです。中国人民銀行は、窓口指導、預金準備率の調整、そして3つ目、金利政策、この3つを使っているわけですが、私の答えはこうです。中国はこれら全ての政策を動員する必要があるということです。ただ、1つははっきりしていることがあります。日銀は、1960年代、70年代に窓口指導をやっていましたけれども、そのとき窓口指導は本当に効果あるのかどうか、窓口指導単独で実効性があるのかどうかという議論がありました。一方の議論は単独でも効果があり、他方の議論は窓口指導単独では効果はなく、それに対応する金融政策・調整が必要なのではないかというものでした。1960年代、70年代の状況を経験を振り返ってみると、私自身は金利政策と窓口規制をうまく組み合わせる、コンビネーションさせることが必要であったし、現実にもそのように対応したというのが私の質問に対する答えです。

○吉國 白川先生、とても包括的で率直なお答え、どうもありがとうございました。

次にまいります。Packerさん宛てのご質問ですが、BISのマクロ・プルーデンスに関する見方は厳し過ぎるということはないでしょうか。雨が降っているのに傘を取り上げるということにはならないかというご質問が来ているのですけれども。

○Packer マクロ・プルーデンス政策というのは、もちろん危機を解決するというよりは、ほかにも最後の貸し手とかいろいろあるわけで、いろいろなツールがあるので、マクロ・プルーデンス政策というのは、いわば事前に金融システムの頑健性を増強することによって危機によりよく対応できるようにするというのが目的なのです。だから、別に雨の日なのに傘を取り上げるということではないと思います。

○吉國 あと、ほかにも質問が来ています。BISの香港オフィスというのは何をやっているのでしょうかということで、私、BISの香港オフィスの所長を務めていた関係上、一部お答えさせていただいて、今の活動についてはPackerさんにお聞きしましょう。香港の事務所は、1998年、ユーロの導入に先立って設立されました。

BISは実質的にはヨーロッパの機関でした。対処する問題のうちで最も重要な問題は欧州通貨統合をマネージすることだったので、一応通貨統合はできたということで、BISとしても不可避的により国際化を果たさなくてはいけなかったということになったのです。当時の成り行きであったということで、アジアにもオフィスを設けるということになりました。

それから、同時にアジアの中央銀行は金融危機の後、外準をため込んでいたのです。ですから、利益が出る事業でもあったのですね。BISとして利益を出す機会でもあったと。ディーリングルームをアジアでオープンすればということです。今では外準の4分の3はアジアの中央銀行が握っているのです、それから見てもアジアに置くのは利益を十分に出せるオペレーションだったということです。

Packerさんにちょっと最近の事情を伺ってみましょう。今、香港オフィスで何をやっているのでしょうか。

○ **Packer** 規模的に35名が香港オフィスに勤めていまして、BISが総勢620ですから比率的にいうとかなりの率ということです。バンキング・オペレーションをやっていますし、あと、金融経済室というのがあって、経済調査活動もやっています。アジアの中央銀行の方に興味をもってもらえるように、会議を主催したり、調査をしたりということをやっています。また、アジアの中央銀行と一緒に共催でセミナーを開いたり、ジョイントリサーチもやっています。日銀ともよく共催させていただいているのですけれども。

IMFとは違うのです。というのは、IMFはいろいろな代表事務所をアジア中に置いていますが、私どもは少人数でやっています。事務所の数も少ないです。アジアでは香港で非常に大きな代表事務所を単一置いているといったような形です。あと、メキシコシティにもオフィスをもっています。

○ **吉國** 1つ追加します。21世紀の中央銀行という議論をこれまでしてきたわけですが、2つメッセージがあったと思います。1つは中央銀行ではいろいろなことがやれると。物価安定だけではなく、マクロ・プルーデンス政策、銀行部門に対する規制、あと、為替の政策協調、それ以外にもいろいろなことをやれるのだという1つメッセージがありました。

2つ目のメッセージは、いや、中央銀行は全てはできないのだ、だから社会と政府とマーケットと役割分担しなければならないというメッセージも出てきたと思うのですけれども、この2つの関連するメッセージについてはどのように考えていらっしゃいますか。

○ **Papadia** 非常にシンプルでエレガントな危機前の中央銀行モデルに戻れないというのであったら、ちょっといいにくいのですけれども、というのは、私自身は昔の伝統の世界で物価安定に邁進する独立した中央銀行の中で訓練・研修を受けていた者なので、昔のシンプルなモデルに戻ることができないのであれば、やはり中央銀行自体をレビューして作り直さなくてはいけないということになるかと思います。

もういろいろな任務をつけられているわけで、ということは独立だけでは不十分ということになるわけです。もちろん独立というのは重要です。物価安定をやってくださいというのであったら、これが唯一の任務であったら確かに大変ですけれども、技術的な自由度を認めますよ、だから独立が重要ということになるわけです。テクニカルな自由度のことをいっているわけです。

もし政治的な裁量とか自由を与えられるというのであればまた違った独立ということになるわ

けですけれども、このご質問についてはちょっとまだ答えが出ていないのです。でも、これは基本的、抜本的な問題ですから、今後も考え続ける問題になると思います。

チャートでもお示したように、昔のモデルはちゃんと物価安定にいい実績も上げています。何世紀にもわたって物価安定がなかったのに戻ることができたわけですから。ですから、慎重に検討する、再考するということだと思います。現状維持しようということかもしれないけれども、もう一度考え直すことが必要かと思います。

○吉國 Papadia さん、どうもありがとうございました。

時間がどんどんなくなってしまって、この内容の濃い討議をまとめることは不可能だと思うのですが、非常にいいフォーラムであったと思います。本日はまず見解ということで、矢後先生から、「中央銀行というのは最初からあったのではなく作られたものである」という指摘がありました。歴史の深遠な解釈を踏まえた興味深い視点だと思われま。その後、白川先生から中央銀行の様々な側面ということでレビューしていただきました。特に興味深かったのが、非常に深く掘り下げられた複雑な物価安定と金融安定との関係についてのお話です。

Tarisa さんは、今日ご欠席でしたが、アジアの中央銀行がどのようにアジア金融危機に対応したのかという説明をいただきました。今回金融危機からあまり傷を受けないで済んだ、それはアジア金融危機から教訓を学んだからということでありました。

また、Papadia さんのほうは、新しい中央銀行における時代の到来かということで、まだ答えは出ていないというお話でありました。今後見守っていかなくてはいけないと。新しい時代が開けるのか、それとも基本に戻るのかどっちかということです。そして、Packer さんのほうからも非常に興味深い BIS の近況報告をいただきました。特に金融安定についての見解をいただきました。

全ての討議については一言でまとめることができますと思います。究極的には、中央銀行の果たす役割もしくは機能というのは白川先生がおっしゃったことに尽きると。通貨の安定を担うということだと思います。以上を申し上げて、今回の結語としたいと思います。

それでは、スピーカーの方、大変ありがとうございました。

○司会者 どうも吉國先生、本当にありがとうございました。これをもちまして、第 23 回産研アカデミック・フォーラム「21 世紀の中央銀行」を終了させていただきます。



司会：高瀬所長補佐

Central banking at a crossroads

“You shall not crucify mankind upon a cross of gold“
William Jennings Bryan, July 1896

Shinichi Yoshikuni
Waseda University

シート1

Dual Mandates: challenges for Emerging Market Economies (outline of Dr. Watanagase's presentation)

- Dual Mandates
 - Price stability (employment as an implicit target)
 - Financial stability (Asian crisis as an wake up call)
- Challenges of broader mandates
 - Excessive reliance on MP
- Additional challenges for EMEs
 - Inadequate tools for econ and risk management
- Recommendation for EMEs
 - BOT's experience (flexible inflation target, use of macro prudential tools)

シート2

Prologue

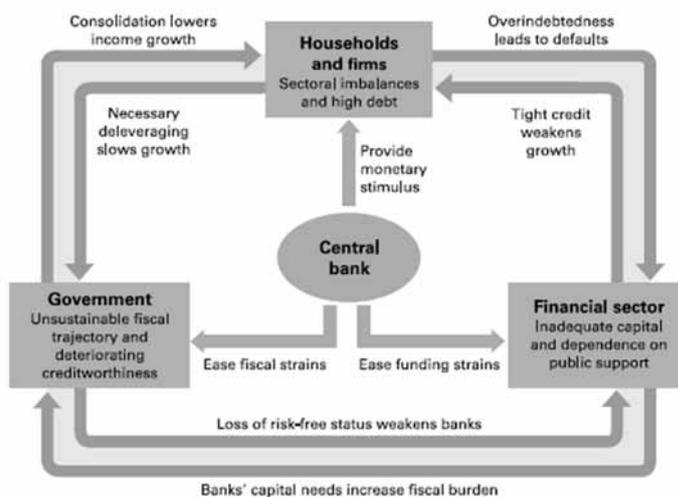
“I have always told my students, to whom I teach monetary economics, on no account become a bank supervisor..... the task of devising good and effective financial regulation is truly like the labors of Sisyphus”

---Professor Charles Goodhart, London School of Economics June 2004

シート3

“A central bank in a democratic society is a magnet for many of the tensions that such a society confronts.” Alan Greenspan, December 1996

source:2012 BIS Annual Report



4

シート4

central banking at a crossroads

- Monetary policy --- 2% inflation becoming a cross of gold in the 21st century?

- Pros and cons of rigid inflation targeting
- BOJ's "2% in 2years" commitment facing a "catch 22" dilemma

- Prudential policy --- Are we already heading for Basel IV?

- introduction of the TLAC and fundamental reviews of Basel III risk weight
- together with various local initiatives and their extra-territorial implications

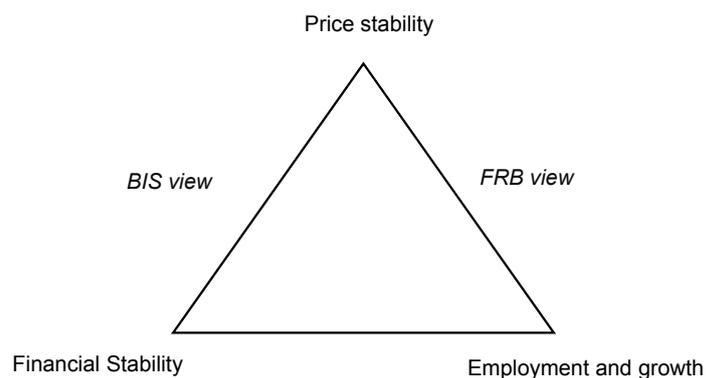
- Two types of errors

Type 1 error --- too early exit of monetary policy and/or too tight implementation of new regulations end up suffocating the economy

Type 2 error --- delay in the exit policy, and/or unexpected loopholes for regulations serve to revive financial bubbles

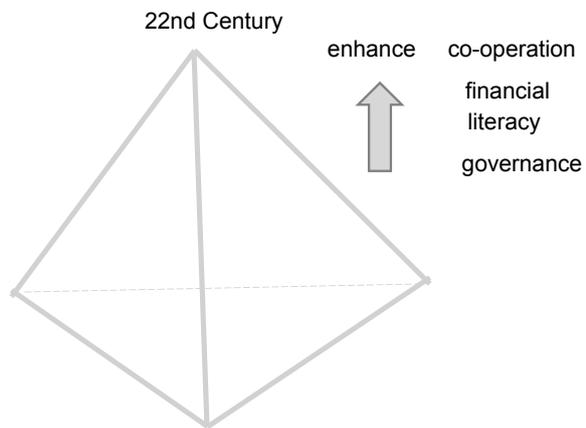
シート5

Impossible trinity of central banking?



シート6

How to make impossible trinity possible



シート7

Epilogue

"Europe will be forged in crises, and will be the sum of the solutions adopted for those crises." Jean Monnet

シート8

Questions for panelists

- To Mr Shirakawa

Do you still think that Tinbergen rule should be reconsidered in light of the new realities after the global financial crisis?

- To Mr Papadia

Can Grexit or even Brexit serve as a crisis that will forge Europe as Jean Monnet predicted?

- To Mr Packer

How would you evaluate the AIIB proposal in the context of regional economic and financial co-operation?

9

シート9

21世紀の中央銀行

日時：2015年6月16日(火) 13:00~17:00
 会場：早稲田大学国際会議場 井深大記念ホール

プログラム

- 13:00~13:10 開会挨拶
- 13:10~13:25 問題提起
 「中央銀行—歴史から現在へ—」
 矢後 和彦氏
早稲田大学商学大学院教授
- 13:25~14:05 基調講演
 「中央銀行とは何か—教科書、実際、挑戦—」
 白川 方明氏
青山学院大学国際政治経済学研究所特任教授・日本銀行前総裁
- 14:05~14:20 休憩
- 14:20~14:40 パネル報告I
 “A New Epoch in Central Banking?”
 Francesco Papadia氏
欧州中央銀行前金融市場局長
- 14:40~15:00 パネル報告II
 “Dual Mandates: Challenges for Emerging Market Economies”
 Tarisa Watanagase氏
タイ中央銀行前総裁
- 15:00~15:20 コメント
 Frank Packer氏
国際決済銀行アジア太平洋代表事務所経済調査・金融市場局長
- 15:20~16:00 休憩
- 16:00~16:45 パネル・ディスカッション
 司会：吉國 眞一氏
早稲田大学総合研究機構客員教授
 登壇者：各講演者
- 16:45~ 総括
 吉國 眞一氏

申込方法

- 定員：400名
- 学生、教職員、一般どなたでもご聴講いただけます。
- 聴講は無料です。
- 同時通訳があります。
- 聴講をご希望の方は、産業経営研究所のホームページより専用フォームにてお申込み下さい。
- 申込締切日：6月12日(金)
- 締切日以降は当日申込となります。
- 定員になり次第締切場合があります。

事前の許可なく録音、録画、講演内容の報道等を行うことはご遠慮下さい。

早稲田大学 産業経営研究所

〒169-8050 東京都新宿区西早稲田1-6-1

早稲田大学11号館 3階

TEL:03-3203-9857

E-mail:riba@list.waseda.jp

ホームページ:http://www.waseda.jp/sanken

ごあいさつ

早稲田大学産業経営研究所は、早稲田大学における産業経営の中心的な研究機関として1974年に設立され、今日に至るまで、企業や産業に関する幅広い領域の諸問題について精力的に研究を展開してまいりました。

このたび第23回を迎える「産研アカデミック・フォーラム」は、主に学界の方々を対象として、時代の先端的テーマについて様々な研究分野から報告を行い、広い視野を以て検討することで、問題の本質に迫ることを目的として開催してまいりました。今回の企画は「21世紀の中央銀行」をテーマにかかげ、日本銀行、欧州中央銀行(ECB)、タイ中央銀行、国際決済銀行(BIS)のそれぞれで活躍してこられたセントラル・バンカーの方々をお招きし、現代の金融政策の最先端に切り込もうとするものです。

中央銀行とはいうまでもなく、発券銀行、政府の銀行、諸銀行の銀行として資本主義市場経済の中核を担ってきた機構です。その起源は遠くスウェーデンのリクスバンク(1668年創立)、あるいはイングランド銀行(1694年創立)にまでさかのぼり、各国の経済発展とともに、国民通貨を供給し「最後の貸し手」としての役割を担ってきました。もともと、各国の中央銀行はこれらの機能を最初から十全に果たしていたわけではありません。現実の中央銀行は、政府との対抗、金融恐慌への対応、あるいは国際情勢の変化に応じて進化を遂げてきたのであり、その変化はいまもなお続いています。

特に、近年の中央銀行には「政府からの独立性」が求められる一方で、デフレからの脱却のための通貨供給や物価水準へのコミットメントが要求されるようになってきました。欧州では通貨統合が進展し、各国中央銀行の上にユーロをつかさどるECBが創設される一方で、新興国の中央銀行には次々と新しい期待と要求が寄せられています。我々の記憶にあたりしいリーマン・ショックなど金融危機が頻発するなかで、金融システムを全体として維持する「マクロ・ブルーデンス」や危機に対処するための民間銀行への適切な規制のあり方も世界的な課題になっています。21世紀に入ってから15年を経て、いま改めて「中央銀行のミッションとは何か」が問われているといえましょう。

こうした認識に基づき、今回の産研アカデミック・フォーラムでは日本銀行前総裁の白川方明氏の基調講演に引き続き、セントラル・バンカーのみなさまにパネル報告をいただきます。パネル・ディスカッションでは全報告者が壇上に会してエキサイティングな議論を展開していただきます。

皆さま方のご来聴を、所員一同、心よりお待ちしております。

早稲田大学産業経営研究所
所長 中村 信男

講師略歴

白川 方明氏

1972年東京大学経済学部卒業。1972年日本銀行入行。1990年5月同行信用機構局信用機構課長。1993年5月同行企画局企画課長。1994年5月同行大分支店長。1995年12月同行ニューヨーク駐在参事。1996年8月同行金融研究所参事。1997年12月同行審議役(国際資本市場担当)。2000年6月同行審議役(企画調査担当)。2002年7月同行理事。2006年7月～2008年3月京都大学大学院公共政策大学院教授。2008年3月日本銀行副総裁。2008年4月～2013年3月同行総裁。2013年9月青山学院大学国際政治経済学部特任教授。

■主な著書に「現代の金融政策－理論と実際」等。

吉國 眞一氏

1973年一橋大学経済学部卒業。1973年日本銀行入行。1978年ペンシルヴァニア大学MBA。1987年国際通貨基金(IMF)理事代理。1990年日本銀行国際調査役。同局国際支店長、国際金融課長、次長等を歴任。1998年日本銀行ロンドン駐在参事。2001年国際決済銀行(BIS)入行。同行Special Advisor、アジア太平洋事務所長、Senior Advisorを歴任。2006年新光証券株式会社シニア・アドバイザー。2009年みずほ証券株式会社シニア・アドバイザー。2010年政策研究大学院大学客員教授。2013年みずほ証券リサーチ&コンサルティング理事。2013年早稲田大学総合研究機構客員教授。

■日本証券業協会国際関係懇談会議長、金融広報中央委員会委員。

■主な著書に「国際金融ノート」(麗澤大学出版会、2008年)「サウンドマネー」(蒼天社出版、2010年)、「揺れ動くユーロ」(蒼天社出版、2014年)等。

Francesco Papadia 氏

1970, Degree in Law, University of Rome, Dissertation in Public Finance. 1970-1973, Postgraduate Studies in Economics at Istao, Ancona. 1973-1974, Master's Programme at the London Business School. 1974-1979, Economist in the International Section of the Research Department of the Banca d'Italia. 1980-1983, Economic Advisor at the Directorate General for Economic and Financial Affairs of the European Commission. 1984-1998, Different positions at Research Department and Foreign Department of the Banca d'Italia. 1998-2012, Director General for Market Operations at the European Central Bank. Currently, Mr. Papadia is the Chairman of Prime Collateralised Securities, affiliate fellow of Bruegel, and consultant to a hedge fund and to a Swiss Bank. He also lectures at different universities.

■Publications: Mr. Papadia has published numerous articles and books on: monetary economics, international economics, international finance, and economic development.

Tarisa Watanagase 氏

Ms. Watanagase received her B.A. and M.A. from Keio University, Japan and Ph.D. from Washington University, St Louis, U.S.A., all in Economics. She joined the Bank of Thailand in 1975 and was Governor between 2006-2010. Her long career at the bank included responsibilities in economic research, money market operation, payment systems, banking sector policy and supervision, and monetary policy. She also worked as an economist at the International Monetary Fund, Washington D.C. between 1978-1990 and participated as an IMF-World Bank FSAP independent assessor in 2002. She was instrumental in the 1997 Thai crisis resolution and the ensuing supervisory and financial sector reforms, the establishment of the Thai Real-Time-Gross-Settlement (RTGS) system in 1995, the first in Asia, to eliminate settlement risk in high-value fund transfers, and the passage of the new BOT Act in 2008, which guarantees the central bank's independence.

■Ms. Watanagase speaks extensively on central banking and financial sector issues and is a member of the board/advisor to several public and private organizations, both domestic and international.

Frank Packer 氏

Mr. Packer received his Ph.D. from Columbia University; an MBA from the University of Chicago and a B.A. from Harvard University. Currently, he is head of Economics and Financial Markets at the BIS Representative Office for Asia and the Pacific. Before moving to the Hong Kong office, he was head of Financial Markets in the Monetary and Economics Department, and editor of the Bank's Quarterly Review of International Banking and Financial Market Developments. Prior to joining the BIS in 2003, he worked for the Federal Reserve Bank of New York and Nikko Citigroup in Tokyo.

矢後 和彦氏

1992年東京大学大学院経済学研究科博士課程単位取得退学。1996年パリ第10大学大学院博士課程修了(歴史学博士)。1992年東京大学経済学部助手。1993年10月東京都立大学経済学部講師。1996年同校経済学部助教授。2001年同校経済学部教授。2005年首都大学東京経営学系教授。2011年早稲田大学商学大学院教授、現在に至る。

■政治経済学・経済史学会理事・研究委員長、社会経済史学会常任理事、日仏経営学会理事等を務める。

■第17回(2000年)渋沢・クローデル賞受賞(「フランスにおける公的金融と大衆貯蓄 預金供託金庫と貯蓄金庫 1816-1944」(東京大学出版会、1999))。

■主な著書に「国際決済銀行の20世紀」(蒼天社出版、2010年)、「The Financial History of the Bank for International Settlements」(Routledge、2012)等。

産研アカデミック・フォーラム会場案内図

- 会場 早稲田大学国際会議場「井深大記念ホール」
- 交通案内 ★JR山手線/西武新宿線・高田馬場駅から都営バス早大正門終点下車(徒歩5分)
★東京メトロ東西線・早稲田駅(徒歩10分)
★副都心線・西早稲田駅(徒歩15分)
★都電荒川線・早稲田駅(徒歩5分)



産業経営研究所スタッフ

中村 信男（所 長） 早稲田大学 商学学術院教授
高瀬 浩一（所長補佐） 早稲田大学 商学学術院教授
阿武 秀和（助 手） 早稲田大学大学院基幹理工学研究科 博士後期課程
永井竜之介（助 手） 早稲田大学大学院商学研究科 博士後期課程
根岸 亮平（助 手） 早稲田大学大学院商学研究科 博士後期課程

産研アカデミック・フォーラム No. 23

2015年12月1日発行

発行者 早稲田大学産業経営研究所所長 中村 信男
発行所 早稲田大学産業経営研究所
〒169-8050 東京都新宿区西早稲田1-6-1
電話 (03) 3203-9857
FAX (03) 3202-4274
印刷所 共立速記印刷株式会社

R.I.B.A. ACADEMIC FORUM

No.23

Central Banking in the 21st Century

Introduction

“Central Banking, Past and Present” Kazuhiko Yago ··· 7

Keynote

“What is Central Banking? : Textbook, My Experience and Challenges Ahead”
Masaaki Shirakawa ··· 25

Panel Presentation

“A New Epoch in Central Banking?” Francesco Papadia ··· 49

Panel Comment

Frank Packer ··· 71

Panel Discussion

Moderator : Shinichi Yoshikuni ··· 79

Panelists : Kazuhiko Yago
Masaaki Shirakawa
Francesco Papadia
Frank Packer

2015

Research Institute of Business Administration