

Paul Tucker 著“ Unelected Power（選挙に基づかない権力）”
～The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State の概要

平成 30 年 10 月 5 日
佐志田晶夫
（公益財団法人日本証券経済研究所）

Paul Tucker 著“Unelected Power (選挙に基づかない権力)”

～The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State の概要 (要約)

ポール・タッカー（バンクオブイングランド（BOE）元副総裁）の“Unelected Power”を紹介する。本書で筆者は、中央銀行の役割拡大がその独立性に及ぼす影響を原則的な問題に立ち戻って論じている。問題意識としては、ポピュリズムとテクノクラシーへの懸念がある。

本書は4部から構成される。第1部は、経済的厚生改善を目的とする独立した機関への委任の是非を経済学的な分析枠組みから論じ、第2部は、独立した機関への委任の諸原則が様々な政治的な考えの下で理に適うものなのかを検証する。第3部では、独立した機関への委任の諸原則と米、英、EU、仏、独の憲法構造、法的制度、規範や伝統との対応を論じる。

第1部～第3部の議論を踏まえて第4部では、金融危機後の中央銀行の役割拡大がもたらした問題を論じる。金融政策の独立性は、通貨発行権乱用によるインフレ課税への制限という民主主義的価値で正当化できるが、金融安定政策や規制・監督の独立性は同様ではない。現代の通貨制度の下では、中央銀行は最後の貸手として銀行システムの機能の維持が求められる。このため銀行の規制・監督や金融安定にも一定の関与が避けがたい。だが、中央銀行が複数の使命を担うのであれば、例えば、金融政策と金融安定政策では所管する委員会を別にし、それぞれの目標の明確化と透明性の強化を図るなどの枠組みが必要である。また、中央銀行のバランスシート利用等では財政との境界を明確にすべきである。

中央銀行の最後の貸手としての役割の枠組みについて以下のような点を定めるべきである。

- ・疑念を排除するために、中央銀行が最後の貸手として行動することを再確認する。
- ・独立した最後の貸手の主要な原則は、根本的に支払い不能な機関には貸さないことである。
- ・どんな場合でも極めて質の高い担保でしか貸さないという方針には、信頼性がない。経済への影響を踏まえて、健全な金融機関には適度な担保で貸出を行うべきである。
- ・信頼性のためには、厳格な法的制約がないなら中央銀行は支払い能力のあるノンバンクへの貸出を禁止されるべきでない。
- ・法的な枠組み内で、中央銀行が最後の貸手としての行動で、制約された裁量をどう行使するか判断は、正式な委員会で1人1票での投票により決定されるべきである。

中央銀行が正当性を保つには、独立した強すぎる組織（Overmighty Citizens）になるのを防ぐべきである。そのため本書は、以下の独立した機関への委任の諸原則を提案している。

- ・民主主義は、いずれも裁量権が委任されているが、行政府と立法府からの隔離の程度は様々な異なる諸機関を分類するための、明確で原則に則った枠組みを持つべきである。
- ・行政府と立法府の双方から高度に隔離されている機関に対して、委任をするか否か及びど

う委任を構成するかについての、明確な一連の諸原則や規範をまとめるべきである。

- ・独立した機関は明確で監視可能な目的を持ち、長く、ずらされた任期を持つ委員会メンバーの1人1票の投票で政策決定すべきである。

- ・独立した機関は、立法府が整合性のある政策をできそうにないが望んではいない場合に、一定の期間に立法府の職務の仕上げとして行うとの明確なマンデートの下でのみ、法的拘束力のある規則を制定する権限を持つべきである。

- ・独立した機関が刑法上の罪を作るべきではない。これは議会の他に渡しえない職務である。

- ・独立した機関には、大きな分配上の選択や価値判断が伴うマンデートを付与すべきではない。また、その政策の選択は、法的な目的の達成に必要とする以上には、個人に干渉すべきではない。

- ・政府と立法府は、事前に（法律で）非常時に独立した機関の介入権限がどう拡張されるか明確にすべきだ。どんな拡張も中核となる使命の完全性と政治的隔離を損なうべきでない。

- ・独立した機関への委任は通常の手続きで法定され、公衆からの支持と実際の運営によって根付くべきである。

- ・これらの原則は国民の議論に晒されるべきである。

- ・非常に強力で、多くの場合に選挙によらない立法者として、独立した機関の首脳は自製の倫理の下で務めるべきであり、退職後に利益相反の疑問が生じないように、専門家としての経歴の終わり近くに、独立した機関の政策理事会での職務につくべきである。

- ・立法府が監視し評価し続けられる能力以上に、独立した機関の枠組みを持つべきではない。

Paul Tucker 著 “Unelected Power (選挙に基づかない権力)”

～The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State の概要

公益財団法人日本証券経済研究所
特任リサーチ・フェロー佐志田晶夫

I. はじめに

本稿では、ポール・タッカー（バンクオブイングランド(BOE)元副総裁)の著書“Unelected Power⁽¹⁾ (選挙に基づかない権力：以下、本書と記述)”の概要を紹介したい。グローバル金融危機への対応のため、主要な中央銀行では政策手段・守備範囲が大幅に拡大し、非伝統的な政策手段の採用に加え、欧米では金融安定政策や銀行の規制・監督の主な担当でもある(日本では異なる)。守備範囲の拡大を中央銀行の独立性や正統性の確保とどう両立させるかは、欧米の中央銀行関係者にとって重要な問題である。

例えば、リクスバンク（スウェーデン中央銀行）の設立 350 周年記念コンファレンス⁽²⁾のパネルディスカッションでは中央銀行の将来を論じた中で、カーニーBOE 総裁、パウエルFRB 議長、クレー ECB 理事、カルステンズ BIS 総支配人はこの問題に言及している(クレー理事とカルステンズ総支配人は講演で本書を参照)。また、BOE は 7 月に著者を招いて本書に基づくセミナーを開催したが、これには総裁・副総裁も参加している。

本書でタッカーは、金融危機後の中央銀行のような広範な守備範囲・権限を持つ組織が、独立性を付与されて日常的な政治から隔離されることの是非を検討し、委任の枠組みや諸原則を提案している。ただし、中央銀行だけに問題を限定せずに、ポピュリズムとテクノクラシーを巡る論争を視野に入れている。民主的な政治システムでどうすれば独立した機関が正当性が得られるかという問題意識であり、政治哲学的な論点にも言及し軍や司法(裁判所)と中央銀行の比較などにも考察を広げている。

1 Paul Tucker “Unelected Power” The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State Princeton University Press 2018 年

2 SVERIGES RIKSBANK “350 years of central banking- the past, the present and the future” 2018 年 5 月
<https://www.riksbank.se/en-gb/press-and-published/riksbanken-play/2018/anniversary-conference-panel-discussion-about-the-future-of-central-banking/?year=0&category=0&page=1&autoplay=true>

3 Bank of England “One Bank Flagship Seminar - Sir Paul Tucker” 2018 年 7 月
<https://www.bankofengland.co.uk/events/2018/july/one-bank-flagship-seminar-sir-paul-tucker>

本書は付属資料、参考文献、索引などを含む全体で約 640 ページと大部であり、以下では、問題意識と本書の構成を概観した上で、中央銀行について具体的な議論を行う第 4 部に焦点を合わせて概要を紹介することとしたい（全体は 4 部構成、図表 1 参照⁴⁾）。

なお、著者による本書を題材としたセミナーは、BOE 以外でもブラッセルのシンクタンクであるブリュージュルなどでも開催されている⁵⁾。本稿をまとめるに際しては、こうしたセミナーでの講演や使用した資料を参考にしている。

図表 1：Unelected Power の構成

序論 権限、厚生、インセンティブ、価値

第 1 部 厚生：問題とありうべき解答

第 2 部 価値：独立した機関の民主的な正当性

第 3 部 インセンティブ：現実の世界での行政国家；異なる憲法構造の下での価値

第 4 部 権限：強すぎる組織（Over-mighty Citizen）？

中央銀行の政治経済学；権力、正当性と再構築

結論：選挙によらない民主主義者：職務は果たすが統括はしない

付属資料：日常的な政治から隔離された独立した機関への委任の諸原則

出所：本書の目次から抜粋

Ⅱ. 本書の問題意識と構成～権限、厚生、インセンティブ、価値

1. 問題意識～独立した機関への委任の是非と正当性

本書の問題意識は、金融危機後の欧米中央銀行のような強く独立した機関に政策運営を委任することが、民主的な政治枠組みでどのように正当化できるかである。ただし、問題を深く捉えるために、独立した機関への委任について一般的な検証が行われ、公共政策の様々な分野と地域、規律を広範に扱っている（図表 2、図表 3）。

図表 2：基本的な問題と主張

- あまりにも多くの政府の権限が、選挙によらない規制当局と積極的司法に委ねられている～原則に則って設計・制約されていない
 - 統治機構への忠誠を徐々に脅かす
 - 解決策：独立した機関への委任の諸原則から成る政治的な規範
- ～ある種の自由主義（必要だが十分ではない）の範囲を越える

出所：Bruegel での P. タッカーの講演資料より

4 詳細な目次は本稿末を参照。

5 Bruegel “Unelected Power: the quest for legitimacy in central banking and the regulatory state” MAY 31, 2018

<http://bruegel.org/events/unelected-power-the-quest-for-legitimacy-in-central-banking-and-the-regulatory-state/>

図表 3：何故、正当性が問題になるのか？

- 正当性は、不可避な政策の失敗や惨事に対して統治機構を頑健にする
 - 代表民主制は、単に現行の統治機構であるだけでなく、以下の点で特別
～現在の政府をどう思うかと統治機構をどう思うかを分離する
～統治者を解任（投票で解職）できる
 - ただし、我々は選挙によらない統治者を投票では解職できない
 - 規律付けられ広く理解されないと、ゆっくりとだが、政府への信頼を損ないがちである
- 出所：Brugel での P.タッカーの講演資料より

2. 金融危機後の中央銀行の役割と独立性

独立した機関への委任の正当性についての検証を踏まえて本書では、中央銀行の独立性について、その役割や機能を確認した上での議論が行われている。これは、金融危機と危機後の経済状況（低成長の継続）に対応するため、中央銀行の役割が非伝統的な金融政策の実施や金融システム安定のための規制・監督への関与へと拡大したことを踏まえたものである。

金融危機前は、中央銀行の独立性を金融政策の独立性と、ほぼ同じようにみなすことができたが、現状では中央銀行の担う役割毎に、独立性について考える必要がある。

図表 4：金融危機後の中央銀行の権限

- 今日の Unelected Power(選挙によらない権力)の象徴的な存在
～司法、軍と並ぶ新しい第3の柱
 - かつて用いられたことのないバランスシートの力を活用
～QE、信用緩和：信用供与を誘導、LLR（最後の貸し手）、MMLR（最後のマーケットメーカー）
 - 新たな規制の権力
～Fed、ECB、BOE。このため財政国家とともに部分的には規制国家の役割を担う
- 出所：Brugel での P.タッカーの講演資料より

図表 5：独立した機関：定義

- 定義：日常的な政治（選挙で選ばれた統治機構（立法府、行政府））からの分離
 - 独立の特性
 - ①委任された政策手段の管理
 - ②政策運営者の雇用保障
 - ③予算の自主性（少なくとも年次の予算過程はない）
- 出所：Brugel での P.タッカーの講演資料より

Ⅲ. 金融危機後の中央銀行の守備範囲拡大と正当性

1. 中央銀行の守備範囲拡大と独立性についての論点

中央銀行の金融政策では、以下の理由で日常的な政治からの分離には妥当性がある。

- 物価安定目的は、国家による通貨発行独占権乱用から人々を守り我々の価値と合致する。
- 法定通貨制では通貨当局の独立は、立法府の財政権限と行政府との権力分立の帰結である。行政府が通貨を支配すればインフレを通じた課税権を持ちうる。
- このため、中央銀行の独立性は、立憲政治の価値に基礎づけられる。
- ただし、中央銀行は統治機構の新たな第四の権力ではなく三権の下位にある。中央銀行はより高位の価値や法の支配に基づく国家の守護者ではなく、一定の責務の受託者である。

これに対して、金融政策以外の役割では同様な主張をすることは難しい。

第一に“中央銀行”の独立性を当然視すべきではない。金融政策の独立性の根拠は、“中央銀行”の役割全般に独立性を付与することを説明するには不十分である。

中央銀行がその優位性によって、独立性が付与された後も広範囲の機能を担うことがある。新興市場諸国で金融包摂の促進、優先部門への信用誘導等を担うことがあるが、この場合は、日常的な政治から隔離される金融政策と政治的選択による分野の両方を担うことになる。

一方、先進国の民主主義の下では、中央銀行が独立した受託者になることによって権限と境界に疑問が生じる。BOEに金融政策運営の独立性が付与されたときには、産業金融や企業救済⁵⁾、証券決済への関与を止め、銀行監督と政府債務管理の役割は移管された。中央銀行が銀行監督を担うべきかでは、その結果の評価だけでなく権力の問題も考慮すべきである。

第二に、独立性に関する憲法上の議論は、潜在的な徴税権から金融政策に適用されるが、金融業の規制や健全性監督には適用されない。規制機関は各国で様々で、独立なもの、行政府から分離されるが立法府からは分離されないもの、行政府の管理下のものもある。説得的な論証ができない場合、規制・監督機能を付与しないか（ドイツのブンデスバンクでは、金融政策の独立性のため監督機能は担うべきでないと言われていた）、中央銀行には隔離された金融政策の責任と共に隔離されない機能が所在することになる。

第三に、統治機構としてみると中央銀行より超国家的な存在はない。中央銀行にとって BIS は、意見交換の場であるとともに基準設定や時としては政策協調の場でもあった。段階的かつ累積的な政策決定の国際化により、現実的にみて権力が超国家的な能力主義的エリートに

5 以前は、BOE が一定の関与をするロンドン・アプローチという企業再生の枠組みがあった。

<https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/1993/q1/the-london-approach---speech-given-by-mr-pen-kent-to-the-chartered-institute-of-bankers>

手渡されている。グローバル金融危機以降の金融規制改革とその実施状況のモニタリングは、国際的な枠組みで行われている。これによる問題点は以下のように整理できる。

- ・金融面での自給自足に向かうのであれば、国際金融システムへの波及効果による社会的コストを考えると、安定政策は国際的に形成しなければならない。
- ・国際的な基準の多くは選挙によらない当局者が作り、彼らは母国でかなり独立している。
- ・国際的な基準は、その遵守が忠実かつ世界全体で一貫していなければ無意味である。
- ・不完全な実施への国際的な批判は、ときとして各国の権限と自治への侵害とみなされる。

金融危機の教訓は、金融システム政策基準の自国での完結、国際的な金融統合、国内の金融安定は、同時には達成できないことである（金融のトリレンマ⁶）。このため、金融不安定を避ける選択肢は、①金融グローバル化を断念し自国の管理を取り戻す、②金融統合を維持し民主主義をグローバル化する（コスモポリタンの民主主義者の夢）、③国際金融統合を維持し金融安定政策をグローバル化、民主主義の希薄化を受け入れる、である。

ただし、国際的な政策形成が法的拘束力のある規範となる前に、透明な国内プロセスの対象とされるべきであり、正当性を求める努力は、国内に限定されるものではない。

2. 中央銀行と金融政策の政治学

英国や米国で金融政策の独立性が付与された経緯と、それが金融市場や経済にどう影響し政治的支持が得られたかを振り返ると、独立性は厚生の改善によって支持されてきた。

1980年代及び90年代の中央銀行の独立性に関する議論では、最後の貸手の役割や通貨システム安定の監督者の役割はほとんど考慮されず、議論の中心は金融政策の独立性と物価安定だった。英国ではERM離脱後（保守党政権時代）のインフレ・レポート公表等を経て、政権交代直後の労働党政権が1997年に政策運営の独立性を付与した。

米国では、Fedは公式には分離されていたが、実情は様々であった。例えば、いわゆるアコードを経て、ウィリアム・マーティンFRB議長はトルーマン大統領に抗して金融政策の自立した運営を遂行した。しかし、バーンズFRB議長はニクソン大統領の政策に妥協的だった。その後、ボルカー議長が強い姿勢でインフレ抑制策を実施している。

中央銀行の独立性は政府の調達コスト低下に貢献した。BOEの独立で英国政府の債務コストはほぼ50bp低下し、そのかなりの部分がインフレ・リスクプレミアムの低下によるとされている。このため、保守党が政権に復帰した後も独立性は覆されなかった。リスクプレミアムの削減で公益が得られ、政治家が中央銀行の独立性には多かれ少なかれフリーランチがあると信じるようになると、それが大きな考え方の変化をもたらした。

⁶ “Governance of International Banking”, Dirk Schoemaker; Oxford University Press 2013 を参照。

3. 考え方の変化：正当性への予想外の扉としての信頼性

70年代以降の金融政策に関する考え方の変化も独立性に影響してきた。失業とインフレとの間に長期的にみればトレードオフはないとの考えが徐々に定着した。一方、ルールに基づく政策運営という主張やマネタリー・ターゲティングは、金融革新による通貨需要関数の不安定性のために定着せず、インフレターゲットに基づく運営が目指されるようになった。

1990年代には多くの経済学者が、中央銀行の独立性に基づく信頼性で、過度な産出量の変動なしに物価安定がもたらされることを指摘した⁷⁾。また、中央銀行が(物価安定について)保守的なことの利点や契約に基づく物価安定へのインセンティブ付与が論じられた。

インフレターゲットに基づく金利設定は、金融政策の目的が観察可能で中央銀行の行動が理解可能であるという要請を満たしている。金融政策はインフレ予測に応じて運営され、中央銀行は予測を公表し、ショックが生じた場合の対応を説明するようになった。こうした考え方の変化を一言で要約すれば“透明性”である。

中央銀行の独立性が持続可能であるためには社会の支持が必要であり、討論と精査が求められ成果だけではなく理由にも左右される。思慮深い中央銀行家は、政策に対する筋の通った討論や批判に注力する。英国では1980年代後半以降、BOEの首脳はインフレのコストと通貨の安定が繁栄の必要条件であることについて、多くの講演を行うようになった。

透明性には二重の意義がある。政策の有効性では、透明性が政策と名目変数の経路に関する情報に基づく期待形成を可能にし、形成された期待を利用できるようにする。他方、正当性では、政策枠組みと運営についての透明性は情報に基づく議論を可能にする。

社会が物価安定を望みそれが正当な行動に反映されるのなら、正当性は中央銀行に強いコミットメントを行う自由を与える。正当性による信頼性であり信頼性による正当性である。

4. 金融危機前の金融枠組みの正統性

危機前に中央銀行とその政治的主導者は、透明性でよりよい政策を達成し正当性の条件も満たす枠組みを構築したようにみえた。だが、金融危機によって再検討が必要になった。

(1) 金融危機前の金融政策枠組み

英国で1997年に確立された“政策運営の独立性”枠組みには、物価安定を優先する法定された目的の階層が含まれている。政府は、年次の権限付与(remit)で物価安定を定義し、ショックが生じた場合に望ましくない産出と雇用の変動が生じるのを避けるため、目標値に戻す期間を示す。政策は外部メンバーを含む金融政策委員会(MPC)で1人1票の多数決で決定され、政策委員会の議事録とインフレの傾向に関する分析は、公表を求められる。

7 例えば“Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence” Alberto Alesina, Lawrence H. Summers *Journal of Money, Credit and Banking*, 1993 May を参照。

議会は政府に MPC の決定を覆す権限を与えているが、権限は透明性を持って行使されねばならず、例外的な状況に限られる。説明責任を果たす方法としては、下院の特別委員会での BOE と財務省の高官へのヒアリングに集中している。意思決定が委員会によって行われることで権限が分散され、不確実性や意見の不一致の公表で透明性が得られる。

なお、英国では中央銀行は政策目標では独立していないが、これは中央銀行間での論議を引き起こした。ある私的な面談でブンデスバンクのハンス・ティートマイヤー総裁が目標の独立性がないことを批判したのに対し、BOE のエディ・ジョージ総裁は、目標の独立性は望ましくも必要でもないと強く反論している。ただし、英国の枠組みは完全ではなく、政府の直接的な資金調達を禁止する国内法はない。なお、EU や米国でも透明性は大幅に増加した。

主要国の金融政策は国際的な標準に基づいて実施され、単純で分かりやすかった。中央銀行は短期金利を設定、概ね生産能力に沿うように支出を誘導しインフレ目標達成を目指す。体系だった政策遂行は政策金利の将来経路への期待を形成する。資産価格や銀行貸出の条件に影響は及ぼすが、信用配分への直接的介入は行わなかった。また、中央銀行がとるリスクは低く、財務省証券の操作か様々な証券のレポ取引が行われ、結果として財政政策とは距離がとられていた。政策は、儉約的でありかつ純粋なものと表現できた。

全般的にみて中央銀行家は、物価安定の保持に必要と思われるもの以外には権力や責任範囲拡大を求めなかった。彼らは帝国建設者ではなく、また、多くの中央銀行家は、消費者保護の領域に引き込まれることを恐れ、銀行の監督当局になることは避けようとしていた。

(2) 金融危機と中央銀行の役割拡大

金融危機で従来の枠組みが不十分なことが明らかになった。金融・経済危機深刻化とともに大規模な即興のイノベーションが行われ、中央銀行は、銀行システムへの最後の貸手としての行動に加えてシャドールバンクにも流動性供給し、さらに資本市場を保つため最後のマーケットメーカーとしての介入も行った。

また、短期金利がゼロ金利制約に達すると、マクロ経済刺激のため資産価格に織り込まれたすべてのリスク要因（タームプレミアム、流動性プレミアム、信用リスクプレミアム）に働きかけるために幅広く証券市場で資産を購入、一部の銀行貸出への補助も行った。この過程で中央銀行は信用配分の誘導に極めて近づき、バランスシートに多くのリスクを抱えた。

結果として効率性と有効性だけではなく、正当性にも問題が生じた。中央銀行は大きな分配に効果を及ぼす選択を行った。(英国では)金融システム全体及び個々の金融機関への流動性支援は政治から分離されていたが、決定は委員会で行われたのではなかった。最後の貸手の運営原則やゼロ金利制約での金融政策運営方法を事前に明示していた中央銀行は、ほとんどなかった。(パニックを起こさずには)直ちに透明にできない政策運営について、政治的な

説明責任を考えていた中央銀行もほとんどなかった。最も問題だったのは、中央銀行が救済するか、止めるかの明確な規則がなかったことだろう。

だが、危機の結果中央銀行は（特に規制・監督に関して）、いっそう多くの権限を持った。その理由は、中央銀行が大恐慌の再来を防いだこと、他の当局の失敗、危機により中央銀行の目的についての考えが変化したことがあり、その責任は（部分的には）政治家にある。

（3）今日の中央銀行枠組みの評価

その後の状況をみると、中央銀行は国家を非常事態から救うため“正しいことを行う”広範な事実上の自由が与えられ“世界を救った”直後に、怒れる議員や公衆の非難を受けることになった。この状況を改善するには、受託者である中央銀行の信託証書を、実質的かつ手続的に明確にすることが重要である。予期されていない活動が例外的に政治的主導者から認められた場合でも、それは中央銀行業務の定義の範囲内に止まるべきである。中央銀行業務と財政政策との暗黙のあいまいな境界は、明示的にすべきである。

選挙に基づく政治家達が合意形成できないか行動できないために、実効的に財政政策を中央銀行に委ねるべきではない。さもなければ政治家が困難を中央銀行に委ねることになる。中央銀行にできることが多くなればなるほど、選挙に基づく財政当局（行政府）が行動するインセンティブがなくなり、政治的価値に緊張が生じる。境界線を越えて政治的な政策運営者の管理下には何があるのかが不明確になると、中央銀行の境界を定めることが難しくなる。

IV. 中央銀行の機能・役割

1. 通貨-信用制度（A Money Credit Constitution⁽⁸⁾）：中央銀行と銀行の安定

（1）金融危機での中央銀行活動と複数の使命を持つ独立の機関

著者は、ポール・ボルカーの“私は、中央銀行家が金融システムへの関心と影響力を失ったら、金融政策も金融システムも役に立たなくなると主張したい”との言葉を引用し、中央銀行が金融政策と金融システム安定の双方で役割を担うことが妥当なことを主張するとともに、中央銀行が複数の使命を持つ場合には必要となる制約について論じている。

著者によれば、現代の通貨制度では、国家（中央銀行）が創出する通貨と民間による通貨（銀行部門、預金通貨）があり、民間の（預金）通貨システムを預金保険と最後の貸手（中央銀行の役割）が支える。中央銀行は金融政策の担当だけでなく最後の貸手である。その機能を果たすには銀行の健全性の状態を知る必要があり、必要に応じ規制・監督の役割も担う。

本書は、複数の使命を中央銀行のような受託者タイプの独立した機関が担うことは、以下の（制約）条件を満たす場合に限定すべきだと指摘している。

- それらの使命が、本質的に関連している
- 各使命は信頼性のあるコミットメントの問題に直面するが大幅な分配上の選択は伴わない
- 使命を組み合わせることは、著しくよい結果をもたらす

(2) 何故、通貨の安定と金融の安定が本質的に結びついているのか

今日の銀行システムでは、銀行が預金引き出しや信用供与により、他の経済主体に流動性を保証する。これは我々が預金を通貨（決済手段）とするからである。部分準備制度の下で銀行は、預金の一部を中央銀行への準備預金などの流動性で保持し貸出や資産保有を行う。

こうした民間通貨システムは、銀行に信用不安が生じて取り付けが起きるリスクを抱える。先般の金融危機で中央銀行は、信用収縮を防ぐために幅広い担保で銀行に信用を供与し、後にはノンバンクからの資産購入も行き、預金通貨の減少を中央銀行通貨の増加で相殺した（これには、将来のモラルハザードにつながるという批判もあった）。

通貨システムの安定には、①財とサービスに関する中央銀行通貨の価値の安定性と、②中央銀行通貨に対する民間銀行システムの預金通貨の安定性の2つがある。ただし、どんな銀行破綻も生じさせないのではなく、存続困難な銀行の預金通貨債務を健全な銀行に移転することによって決済サービスを中断しないということである。

(3) 金融システムへの影響力と分離

最後の貸手の役割を担う中央銀行は、銀行の検査を行わざるを得ない。だが、ドイツや日本では（考査は行うが）、規制上の判断は行わない。もし中央銀行が銀行監督に大きく関与するのなら、分野毎に程度の異なる独立性を付与されることになるかもしれない。もっとも、納税者負担による公的支援は財政手段であり、選挙による政府当局者が健全性監督の実施に継続的な関心を持つべきである。これに対応した権限分離の必要条件は以下ようになる。

- ・規制当局は、納税者の支援なしに秩序立って破綻処理できるようにしなければならない。
- ・あらゆる保険枠組みは、業界によって事前に積み立てられ、事後的な不足は業界の生き残った金融機関に課されるとの前提に基づいて償われる必要がある。
- ・行政府には規制当局の行動を覆す権限を付与されるが、権限の行使は関連する議会の主要メンバーへの同時的な（議会全体には適切な間を置いた）透明性が必要である。

条件が満たされないなら、主要な監督当局は中央銀行から若干の適切な距離をとって行政府の政治的管理下に置かれ、中央銀行は分離された最後の貸手となるべきである。このため正当性を求める中央銀行には、破綻した金融仲介機関を公的資金を危険に曝さずに、破綻処理する枠組みの開発への大きなインセンティブがある。

中央銀行が金融政策と健全性政策を担う場合には、一方の分野が他の分野での不作為を生む懸念がある（金融機関への影響を懸念して引き締めを遅らせる、または、金融緩和の余地が乏しいため健全性の限度を緩めるなど）。複数の使命によって生じる制約を避けるには、所管する政策委員会を分離し、健全性政策は担当の委員会で意思決定を行うべきである。

金融システムの要としての実際的な権限により、中央銀行は金融システムの規制・監督から排除はできない。一方、システムの安定のため中央銀行だけが規制・監督を行うべきだとの主張もできない。また、複数の使命を持つ中央銀行の課題に組織文化及び政治の問題があ

る。金融安定には多くの知見が必要であり、複数の使命を持つ中央銀行はマクロ経済学 PhD のみの領域であってはならない⁸⁾。

ただし、中央銀行首脳は、組織文化の形成はできるが、政治の管理はできない。複数の使命を持つ中央銀行は、危険なやり方で政治に触れることになりうる。信用システムは資源配分に関連し、規制に伴う規則の制定は法的な異議申し立ての対象となる。銀行監督は個別金融機関への判断と対応を伴う。こうした活動は中央銀行を政治化しかねない。規制当局としての中央銀行は、介入主義と傍観との間でバランスを取らねばならない。

2. 中央銀行と規制国家：安定政策

(1) 独立した中央銀行への限定された安定性マニフェスト

金融システムでの摩擦によりブーム（資源の不適切な配分、過大な債務蓄積）と破裂（資産価格の崩壊、基本的な金融サービス供給の停止）という社会コストが発生する。こうした負の外部性への対応は必要だが、独立した機関は信用配分や資産価格変動に過度に介入すべきではない。また、強靱性の枠組みにモニタリング可能な目標を設定すべきである。部門や地域への信用配分の管理など分配上の選択への関与は、安定政策枠組みから除くべきである。

独立した中央銀行は、次の分野の責任を負うべきではない。①競争政策（所管権限が強くなり過ぎる）、②金融サービス業の構造（効率性と強靱性のトレードオフ）、③金融業の対外的な競争力（強靱性の基準を弱めかねない）、④業界の利害へ後援（部門の利害の虜や強靱性低下）、⑤消費者保護（安定性マニフェストの性質について公衆が混乱する）、⑥市場規制（消費者保護への関与が避け難い、また、中央銀行が強くなり過ぎる～Fed+SEC という役割）

(2) 強靱性基準の導入：隔離されたテクノクラート

中央銀行の安定政策マニフェストの目的がシステム全体としての金融サービスの持続性だとするならば、“破裂”による最悪のコスト避けるために、枠組みの中核にはモニタリング可能な強靱性の基準が必要である。これは以下の要素に左右される。

- ・システムに打撃を与える最終的借手からの一巡目の損失を起こすプロセスの考え方
- ・損失などのショックをシステム全体にわたって伝播させる金融システムの構造のモデル
- ・システム危機の許容度

このうち、危機への許容度は、選出された政治家が決める必要がある。複数の使命を持つ独立した機関には、以下のマニフェストを付与するべきだろう。

- ・正式に特定された強靱性の基準を明確に定義された仲介機関（銀行業など）に適用する
- ・システム全体の強靱性への脅威となる性質や程度を考慮して規制基準の外形と実質を調整し、同一の危機に対する基調的な許容度を他の部門と活動に対して適用する
- ・こうした部門や活動の性質がどのように考慮されたかを公に説明し正式に意見を求める

8 タッカーは、グリーンズパン時代の Fed では金融監督担当者は金融研究者より下にみられていたと指摘している。

(3) 複数の使命を持つ中央銀行の潜在的機能と構造

金融システムの強靱性の中核的基準は何らかの政治的な認可によるべきだが、広範な通貨システム安定性については、中央銀行の受託責任には以下の役割がありうる。

- ・ 基準をどう銀行システムや金融システムの他の部分に適用するか調整
- ・ 支払いシステムの中核である銀行仲介者のマイクロプルデンシャルな監督
- ・ 経済への中核的なサービスを維持するために流動性再保証が必要かもしれない非銀行金融機関、ファンドなどの隠された行動を見つけ、阻止するためのマイクロプルデンシャルな監督
- ・ 脆弱性を特定するためのシステム全体の監視
- ・ 過熱した状況であっても求められる強靱性を維持するための、ダイナミックでマクロプルデンシャルな規制手段の調整
- ・ 危機管理手段と政策の採用（とりわけ最後の貸手として）

委任の諸原則からは、大規模な分配についての選択は除外されることと規則の制定は枠組みの目的に比例すべきことが求められる。潜在的な規制（またはマクロプルデンシャルな）手段は、中央銀行を政治的選択の領域へ連れていくか否かや、自由への不必要な干渉にならないかで評価されるべきである。例えば、LTV（貸出担保比率）やLTI（貸出所得比率）の上限設定は、借手の自由を制約するもので委任の諸原則に照らせば不適切である。BOEは、貸手のポートフォリオに占めるLTVが高い住宅ローンの比率に上限を設定している。同様に規制当局としての中央銀行は、地域や部門に対する政策については制限されるべきだろう。

組織の内部構造にも委任の諸原則が当てはめられる。中央銀行は委任された枠組みそれぞれの委員会を持つべきで、安定政策委員会は金融政策委員会と同様に定期的に会合を持つべきであり、それによって潜在的な不活動を回避できる。安定政策委員会は、主要な規制手段について定期的に再設定し（変更なしを含め）、決定の理由を議事録で公表すべきである。

2つの委員会による政策運営はBOEが行っている方法であり、Fedの構造でも金融規制と金融政策の責任を連邦準備理事会とFOMC（連邦公開市場委員会）に分けている。

(4) 透明性と説明責任～ストレステストの活用と破綻処理枠組みの強化

中央銀行の安定政策枠組みが満たすべき正当性への重要な前提条件は、公の討論と説明責任である。マイクロプルデンシャルな監督のモットーは判断の公平性であり、マクロプルデンシャルな政策では体系立っていることである。どちらも政策とその方法の透明性で促進できる。マイクロプルデンシャルな規制では様々な事例と時間を通じた一貫性が求められ、規制要件の判断は公表すべきである。マクロプルデンシャルな政策では、政策委員会は政策手段の作用、どんな状況でどの手段が最適か、どう選択するかを説明すべきだろう。

だが、透明性の拡大には困難が伴う。健全性当局の活動は、規制の対象となった金融機関以外からは見えづらかった。金融機関の破綻に伴う社会的コストへの敏感さにより、活動の機密性が健全性当局者のコミュニティの文化となっている。だが、健全性当局を日常的な政

治から隔離するなら、機密性は委任の諸原則に反する。幸いにも破綻処理枠組みの強化で社会的コストが引き下げられ、監督当局は透明性についてより勇敢になれる。加えてストレステストの開発で監督当局は、より具体的かつ重要な発言ができるようになっている。

金融危機後に FRB がストレステストを活用するようになり、他の中央銀行・金融当局も続いた。毎年、政策当局が選んだストレスシナリオの厳しさと各金融機関の結果を、だれもが確認できる。政策の高いレベルでは、議員がストレステストを利用して、金融システムに求める強靱性の程度や、枠組みが機能しているか、どこで改革が必要か、委任した責任を再調整すべきかなどを検討することができる。また、ストレステストによる透明性増大で、規制・監督当局が業界の虜になるリスクを削減できる。

定期的かつ極めて公開されたストレステストの枠組みによって、公衆が健全性政策をより認識するようになる。監督当局にとっては、平常時に目立たないことが問題だった。対応がうまくいったときには、だれからも注目されなかった（筆者は、リー・ペンバートン総裁時代のミッドランド銀行への対応を事例として指摘）。規範的な期待と正当性をもたらす公な討論の利点を考えれば、透明性のあるストレステストの実施は優先されるべきである。

(5) 論点の要約：規制国家における中央銀行

中央銀行が財政国家とともに規制国家の一部にもなるなら、どんな制約を受けるべきか整理しよう。中央銀行の安定政策部門は、選挙に基づく政治家が定めた目標を持たねばならず、公衆に監視されうるものである。金融システムの強靱性の基準は、法制化された安全性と健全性の基準及び透明性のあるストレステストによって追求されねばならない。

ただし、金融政策とは異なり、中央銀行は安定性に効果を及ぼす政策手段の全ては管理できない。他の規制当局と協力できなければならないが、それらの当局も信頼性のあるコミットメントができるだけの明確なマンデートと独立性を持っていなければならない。

なお、規制国家における中央銀行の位置づけは財政国家と切り離すことはできない。金融安定委員会と金融政策委員会のどちらが先に動くべきだろうか。複数の使命を持つ中央銀行は、規制政策またはバランスシート政策のどちらを先にすべきだろうか。これらの機能は異なる程度での司法による審査の対象とすべきだろうか。こうした問題を検討するには、中央銀行のバランスシート操作及び介入にどんな制約を課すべきかを、検討する必要がある。

3. 中央銀行と財政国家：バランスシート政策と財政除外 (Fiscal Carve Out)

(1) 中央銀行によるバランスシート政策

金融危機に対応するために主要国の中央銀行は、最後のマーケットメーカーとして市場取引維持のため活動、後にはバランスシートを活用した様々な資産の購入でマクロ経済を刺激しようとした。広範な信用政策の実施は、選出された政治家が担うべき財政政策領域で、選

拳に基づかない中央銀行が活動することになる。本書は、隔離された独立の機関への委任を正当化するためのバランスシート政策の枠組みや制約条件の設定方法を検討している。

中央銀行は準備預金への付利を行うことで、政策金利に加えてバランスシートの規模と資産構成を政策手段にすることができた。中央銀行は理論的には、物価安定、流動性状態、信用状態という異なる目標に対しそれぞれの手段を持つことができた。一方、資産保有によるリスク、中央銀行の財務（損益・資本）への影響、信用政策が資産配分に及ぼす影響により、中央銀行は財政の領域に踏み込むとともに、分配上の選択にも関与することになった。バランスシート政策の遂行を踏まえて、中央銀行の独立性を考える必要がある。

(2) 国家の連結ベースバランスシートの共同管理者としての中央銀行

金融政策とバランスシート操作についての最小主義と最大主義を考えてみよう。

最小主義の考えでは、公開市場操作は短期財務省証券（T-Bill）と通貨の交換に限定される。最後の貸手の機能はベースマネーの総需要ショックへの対応に限定される（準備預金の銀行間の分布状況に立ち入らない）。最小主義では、金利が実効下限制約に達したときできるのは政策金利の将来経路への期待を押し下げる（フォワードガイダンス）ことぐらいであり、他の手段（QE、信用緩和）は、政府の財政部門が担う。

これに対して最大主義では、中央銀行は国家の連結ベースのバランスシートを自由に管理する。理論的には状況に応じた様々な家計・企業との取引が含まれる。中央銀行が財政当局に極めて近づくことになり、民主主義での中央銀行の権限に関する主流の考えとは異なっている。委任の原則を考えると、中央銀行に委任される権力は明確にすべきであり、さもなければマンデートを達成するために必要なら何でもするようなインセンティブが与えられる。

実際には、部分準備預金制度の下で経済の最終決済資産（通貨）の発行者として、中央銀行が最後の貸手になることは避け難い。また、銀行システム全体だけではなく、社会コストを考えれば、個々の健全な金融機関への最後の貸手としても機能する。中央銀行のバランスシートを最小主義のように純粋にすることはできない。中央銀行を金融政策と財政政策の間のぼやけた境界線の“正しい側”に置くことが問題である。“正しい側”は自然法ではなく慣習で定められるのだが、各民主国家に一定の選択肢を与える一般原則が必要だろう。

(3) 財政除外（Fiscal Carve-Out：FCO）とバランスシート操作の諸原則

中央銀行には、財政ファイナンスを避けるための財政防護壁が必要である。さらに、独立した中央銀行が財政政策の領域に入りすぎないように、中央銀行の制約された裁量の領域を確立する財政除外（Fiscal Carve-Out：FCO）を組み合わせ、バランスシート操作を境界内に限定する必要がある。中央銀行への財政除外には以下が含まれる。

担保にできる資産の種類、取得できる資産の種類、取得できる状況と政策目的との関係、市場操作は行政府や立法府との協議を前提とするか、損失はどのように財政当局によって負担され、行政府と立法府に伝達されるのか、である。

中央銀行が、担保としたり取得したりする証券を個々に列挙する必要はなく、広範な枠組みに基づいて一定の具体例をあげることができる。財政除外（FCO）の枠組みでは、中央銀行の資本資源をどうするかが重要である。また、中央銀行の独立性は、正式な法律上の手段を透明性を伴って行使すること以外では、停止や条件付けをされるべきではない。中央銀行は、法的な目標の達成と整合的に、資本へのリスクを最小限にすべきであり、特定部門、地域、個人または企業への資源配分を優遇する活動は、最小限にすべきである。

中央銀行のバランスシート枠組みの一般原則は以下のように整理できる。

- ①中央銀行は、バランスシート操作に関し明確な目的、権力及び制約を持つ。制約は、独立した中央銀行と選挙に基づく財政政策担当者の境界線を特定する財政除外（FCO）から成る。
- ②中央銀行は、選挙による政府が法律に基づかないで財政ファイナンスを求めることを防ぐ、財政隔壁で守られるべきである。
- ③枠組みは時間的整合性を持つべきである。中央銀行は将来行うことを否定すべきではない。あらゆる制約は、基本的な法律及び立法者にとって誘因両立なものでなければならない。
- ④中央銀行のバランスシート操作は、包括性と説明責任に資するため、常に必要最小限なもので、目標の達成と整合的でなければならない。
- ⑤財政除外（FCO）による制限内で、中央銀行は法定の目的の達成と整合的に、損失リスクを最小化すべきである。
- ⑥中央銀行が民間部門の証券での市場操作を許可されたなら、実体経済の借手への与信配分での細かな選択を避けるために、個別手段の選択を可能な限り定式化すべきである。
- ⑦中央銀行は、彼らのマンデート、特に財政除外（FCO）制約の範囲内で目的を追求するための包括的な緊急時計画を策定し、公表すべきである。計画では、国家の連結ベースのバランスシートを管理する他部門との協調（政府債務管理等）を可能な限り事前にプログラムし、中央銀行への委任を意図した政策への政治的な管理の裏口を開かないようにすべきである。

独立した中央銀行は、金融政策の選択が自己のものであれば、財政当局と協調することを恐れるべきではない。ただし、採用する手段が（実際にはそうでないにもかかわらず）、金融政策の性質を持つものであるようなふりをすべきでない。

民間部門の証券を担保とすることは取得することよりも受け入れやすい。また、通常のカウンターパーティがレポ取引に参加できないのなら、適格なカウンターパーティを広げることで対象となる証券への需要を拡大できる。ただし、取引条件の緩和はカウンターパーティや証券の発行体への補助となりうるため、透明性が求められる。

最後のマーケットメーカーの活動は、システム上重要な市場で、限定された期間、明確な目標を定めて実施するべきである。最後の貸手の場合と同様にモラルハザードを限定するために、売買スプレッドは通常の市場条件より広く市場危機の場合より狭くするべきである。

信用政策は、中央銀行の通常の政策が使い果たされた場合にのみ用いるべきものだ。即ち、金利が実効的な下限制約に達し、単純な QE とフォワードガイダンスでは十分ではなく、民間部門証券のレポ取引条件を緩和しても不十分で、強いディスインフレーションを生む深くかつ長引く不況の深刻なリスクがある場合である。ただし、これは必要条件であって十分条件ではない。このため、政治経済またはガバナンス上の条件が事前に必要である。

一方、過熱を防ぐために資本市場にバランスシート操作で介入するのはどうだろうか。ブームで売却するには中央銀行は安定的な購入が必要だが、それは信用コストを引下げ過剰な発行を促すことになりうる。また、様々な市場リスクプレミアムをファンダメンタルズに沿ったものにしようとする場合には、どうやって成否を監視するのかという問題が生じる。したがって、市場への直接的介入を行う前に、仲介機関の資本、担保、流動性要件の引き上げなど、マクロブルデンシャルな規制手段の採用を行うべきだろう。

4. 中央銀行と非常時国家

独立した機関が非常時に行使できる権限は、選挙で選ばれた政府よりも制限すべきである。また、中央銀行は議会による確認（予算承認など）を受けずにバランスシートや資産ポートフォリオを拡大する能力があるため、中央銀行の非常時の行動の枠組みとなる原則の設定、事前の枠組みを超える場合の承認手続き確保、事後的な説明責任を果たす体制が必要である。

危機対応は以下の 4 段階に区分できる。それぞれに応じた枠組みが必要である。

①通常の活動、②枠組み内であり事前に公表された運営原則がある非常時対応、③中央銀行の法的能力の範囲内だが運営原則がなく、枠組みが設定されたときの期待を越えるため政治的承認が必要な非常時対応、④選挙による立法者により法の枠内に収められ、独立した機関の目的に反しない、または、委任の条件を支える政治的価値に反しない非常時対応。

(1) 流動性の再保証者としての中央銀行の再検討：枠組みのデザイン

部分準備制度では、取付け発生の確率と発生の悪影響を削減するために、中央銀行が最後の貸手の役割を担う必要がある。だが、金融危機の対応を巡って Fed や ECB などの行動には支払い不能な金融機関への援助や国家への支援など、その法的権限を越えていたとの批判が行われた。独立した機関への委任の指針として以下の問題が指摘できる。

- 最後の貸手の機能の境界はしばしば不明確だった
- 論争が激化する前には、中央銀行の裁量行使の指針となる諸原則も不明確だった
- 決定は常に委員会で行われたのではなかった
- 選挙による代表者の監視が困難だった。これは部分的には事態の速さ、規模、複雑さのためであり、部分的には開示が封じ込めようとした危機を深刻化させかねないためだった
- どんな時に、如何にして、中央銀行が金融政策の独立性を損なうことなしに、（危機対応に関して）政治的な権威を求め、それを得るべきかが明確でなかった

(2) 非常時機関からの公的支援手段

非常時はその定義により、想定されていないか制度的計画に組み込まれていない。このため、中央銀行の非常時の対応を解釈や判断の余地を許さない規則で構成することは難しい。一方、選挙によらない独立した機関にフリーハンドを与えるべきでもない。制約された裁量の枠組みが必要であり、枠組みは広範に議論され、裁量の行使は事後的に評価されるべきである。実質的枠組み、ガバナンス体制および説明責任を果たすメカニズムの3つが必要であり、実質的枠組みは、信頼性、逆選択問題の回避、モラルハザード問題への対応のバランスをとり、明確な財政除外の下で運営されるべきである。

(3) 独立した最後の貸手の諸原則

中央銀行の最後の貸手としての役割については、以下の点を定めておくべきである。

- ・疑念を排除するため、中央銀行が最後の貸手として行動することを再確認する。
- ・独立した最後の貸手の主な原則は、根本的に支払い不能な機関には貸さないことである。
- ・どんな状況でも極めて質の高い担保でしか貸さないという方針には、信頼性がない。経済への影響を踏まえ、根本的には健全な金融機関には、妥当な担保があれば貸出を行う。
- ・信頼性のためには、厳格な法的制約がないのなら、中央銀行は支払い能力のあるノンバンクへの貸出を禁止されるべきではない。
- ・法的な枠組み内で、中央銀行が最後の貸手としての行動で、制約された裁量をどう行使するか判断は、正式な委員会での1人1票での投票によって決定されるべきである。

(4) 事後的（及び同時的）な説明責任

事前の制約条件の確立と共に、事後的には立法府への説明責任が求められる。ただし、非常時の際中に公開の率直な議会証言を行うことは、経済システムを維持しようとする活動を損ないかねない。時期尚早の透明性は避け、非公開で説明を行うことが考えられる。

ちなみに金融危機後の英国では、秘密の流動性支援が将来実施されたら、下院の財務省特別委員会と決算委員会の委員長に、BOEと財務省が説明を行うことが合意されている。

危機対応の教訓として、①危機前に実質的および手続き的な計画を策定し、政治家と実行責任者との現実的な関係を確立、②危機に際しては、適切に委任された法的権限と明白な法的な優先による場合を除き、独立した機関の隔離に反しない諸機関の協力手段を制定、③危機後には立法府への説明責任が果たされることを確保する、ことが必要である。

V. 中央銀行の独立性と正当性

(1) 金融危機後の役割拡大の問題点と独立性の再確認

中央銀行の行動は金融システムの安定や世界的な大不況回避で成果を上げたが、格差の拡大などを背景に中央銀行への批判が広がった。独立性への批判を3点に整理すると、

- ・非伝統政策は金利政策と比べて分配面への効果が大きく格差拡大の批判を招いた。だが、

政策は分配面の選択を意図してはいない。副次的効果には政治家が財政措置で対処すべきだ。

- ・危機後の成長鈍化を背景に、貨幣の非中立性への疑問や履歴効果を強調する考えから、成長を高めることの優先と物価安定重視の金融政策への疑問が指摘されている。だが、これは中央銀行の独立性の停止（政治的な運営）を正当化するものではない。
- ・金融緩和政策が債務増加や金融市場でのリスクテイクを促し、金融安定を脅かすという副作用が大きいとの懸念がある。だが、本書の考えでは、独立性のある中央銀行が複数の使命を持つのなら、この問題には金融規制強化で対応すべきである。

（2）唯一の選択肢？

筆者は、2013年にR.ラジャン（当時はインド準備銀行総裁に就任予定）がBISの講演でグローバル金融危機後の非伝統的金融政策を論じ、中央銀行は”唯一の選択肢（the only game in town）”になるのを申し出たと述べたのに対し、キングBOE総裁（当時）が、“それなら、私は町を出ていく（I’m getting out of town）”とコメントしたことを紹介している。中央銀行への過度の依存は、政治家や財政政策当局の役割低下を招く懸念もある。

だが、だからといって中央銀行は、法律に裏付けられらマンデートを脇に置くことはできない。金融危機後の政策を振り返れば、中央銀行は景気回復を支援し時間を稼ぐことはできるが、長期的な繁栄を高めることや基調となる成長を改善することはできない。

金利が実効的な下限に到達した場合に、マクロ経済安定での財政政策の領域は、選挙で選ばれた政治家の役割である。また、金融政策による分配面の効果への対応や、他の全ての手段が失敗した場合に金融機関への支援を行う否かも同様である。

（3）政治的な説明責任

中央銀行の役割拡大に応じて、中央銀行は政治的な説明責任を果たす必要がある。筆者は、下院の財務省特別委員会でキング総裁に“委員会でのヒアリングでどんな結果が得られるのか”との質問があったことを紹介し、“運営の独立性を踏まえれば金融政策の決定はBOEが行うものだが、議会には枠組みを変更、廃止する権力があるというのが我々の答えだった。”としている。独立性が討論の対象にされ批判されるのは、独立した機関の枠組みの不可欠な一部である。金融当局は異議申し立てにその存在を晒す必要がある。

VI. 結論～選挙によらない民主主義者：職務は果たすが統治はしない

（1）独立した機関に対する枠組みの必要性

著者は、独立した機関への委任が正当性を持つ条件を分析し、金融危機後の中央銀行について具体的な課題を整理している。本書の主な診断と処方をもとめると以下の通りである。

・診断

政治家は隔離を伴う委任と独立した機関のデザインについての原則を制定も採用もしないという過ちを犯した。統治者を選挙で解職できるときには、政府への避けがたい失望と不満へ

の人々の許容度は、より大きくなる。独立した機関への手続き的な制約は不可欠だが、欠陥を補うのに十分ではない。委任された政策の枠組みが、明確な目標を欠き、説明責任によりどころがないと、政治の動きに漂うことになる。

- 処方

委任の諸原則を採用すべきである。委任の諸原則は、近代国家建設における3つの伝統が混ぜ合わされている。ハミルトン主義者は効率性を求め、マディソン主義者は権限の分離をもとめ、ジェファソン主義者は人々の声を求める。

筆者は、本書の前提は民主主義が健全なことであるとしている。独立した機関の枠組みへの疑問は、派生的に正当性への懸念を生む。現状を正当性の危機というのは大げさだが、ポピュリストとテクノクラティックな政府との間の緊張は現実のものだ。隔離されたテクノクラシーへの過度の依存が党や統率者による救済を招く危険がある。テクノクラティックな自由主義に共和制民主主義政治の枠を作る必要がある。代表制民主主義では、議会が国政に関する議論の中心として委任された権力の形成者および監督者として活動すべきである。

(2) 独立した機関への委任の諸原則

筆者は、独立した機関への委任が正当性を保つための諸原則を次のようにまとめている。

- 民主主義は、いずれも裁量権を委任されているが、行政府と立法府からの隔離の程度は様々に異なる諸機関を分類するための、明確で原則に則った枠組みを持つべきである。
- 選挙による行政府と立法府の双方から高度に隔離されている機関に対して、委任をするか否か及びどう委任を構成するかには、明確な一連の諸原則や規範をまとめるべきである。
- 独立した機関は明確で監視可能な目的を持ち、長く、ずらした任期（全うするものと期待される）を持つ委員会メンバーの1人1票の投票で政策を決定すべきである。
- 独立した機関は、立法府が整合性のある政策をできそうにないが望んではいない場合に、一定の期間に立法府の職務の仕上げとして行うとの明確なマンデートの下でのみ、法的拘束力のある規則を制定する権限を持つべきである。
- 独立した機関による規則は刑法上の罪を作るべきではない。基本的な自由に関することは、選出された議会の他に渡しえない職務である。
- 規制、財政またはサービス国家の一部としての独立した機関は、大きな分配上の選択や社会のための大きな価値判断が伴うマンデートを付与されるべきでない。また、独立した機関の政策選択は、法定の目的を達成するのに必要となる以上に、個人に干渉すべきではない。
- 政府と立法府は、事前に（法律で）非常時に独立した機関の介入権限がどう拡張されるか明確にすべきだ。どんな拡張も中核となる使命の完全性と政治的隔離を損なうべきでない。
- 独立した機関への委任は、通常の手続きで法定され、公衆からの支持と実際の運営によって根付いていくべきだ。
- これらの原則は国民の議論に晒されるべきであり、独立した機関への委任の目的は、公衆

からの幅広く安定した支持がある目的の達成を信頼性のあるものにするものである。

- ・非常に強力で、多くの場合に選挙によらない立法者として、独立した機関の首脳は自製の倫理の下で働き、退職後に利益相反の疑問が生じないように、専門家としての経歴の終わり近くに、独立した機関の政策理事会における職務につくべきである。
- ・立法府が監視し評価し続けられる能力以上に、独立した機関の枠組みを持つべきでない。

(3) 中央銀行が担う役割

中央銀行の役割を危機への対応も念頭に置いて再確認すると以下ようになる。

- ・物価安定は、政府がインフレ税を課すことから人々を守り、それぞれの目標を自由に追求することができるようにするものであり、自由のために重要である。
- ・低く安定的なインフレ率が維持されれば、政府の実質債務コストを節約することにより社会の全ての部門が利益を得られる。
- ・法定通貨制度での中央銀行の独立性は、高度なレベルでの行政府と立法府との権力の分立を保つために必要である。
- ・信頼性の維持を前提に、独立した中央銀行は、ショックへの調整を円滑化する能力を高められる。それには中央政府の連結ベースのバランスシートの形状と規模への影響が伴う。
- ・部分準備制度の下で、経済の流動性の再保証者である中央銀行は、金融システムの安定維持のための規制・監督に関心を持ち、関与することが避け難い。
- ・中央銀行は、サービス国家、財政国家、規制国家そして非常時国家に一定の役割を持つ。
- ・中央銀行は、一方で公益のために物価安定に責任があり、他方では私的インセンティブによる侵食に直面する共通の利益である金融システムの強靱性を保つ金融安定の責任がある。

(4) 中央銀行家の自制

中央銀行がその責任を果たすには、制度的な枠組みの整備が重要だが、著者は中央銀行家のあり方についても言及して、キング BOE 前総裁の次の言葉を引用している。

“中央銀行総裁には、次の3つの資質が何よりも求められる。物価安定への深いコミットメント。経済安定を作り出すのに必要な経済政策について、政治家に対し明確かつ直接に対する能力。そして、それが必要な場合になった場合には、不人気になる能力、である。”

著者は、中央銀行家のあり方を“今日の評判を求めず、選挙で選ばれた立法者から与えられた職務に忠実であることによる同僚と社会全体からの敬意を求める、希少な種族でなければならない。もし、個人的な満足が関わるなら、先送りされ全ての者がみることはない歴史の判断での満足である”としている。

(5) 民主主義と中央銀行

最後に、中央銀行が強すぎる組織（overmighty citizens）になることを避けるには、当然ながら主権者の役割が重要である。著者は以下のように述べて本書を締めくくっている。

中世後期の英国では、薔薇戦争につながった“強すぎる臣下”の問題があった（おそらく同程度には“弱すぎる国王”の問題だった）。現代の民主主義の下で我々に必要なのは、機能する、民主的に選ばれ、説明責任を果たす立法府であり、選挙によらない強すぎる組織では全くない。幸いにも現代の民主主義では、どうするのかを決める権限は我々にある。我々の社会はその能力を、我々があろうとする者であることを保つため、原則に基づいて行使しなければならない。

VII：結びに代えて～中央銀行の役割と民主主義

本書の冒頭で著者は、ポピュリズムとテクノクラシーへの懸念を示し、独立性を持つ中央銀行が広範な役割を果たすことによる正当性への疑念を避けるべきだと論じている。また、中央銀行にとって金融政策運営の独立性が、とりわけ重要だと認識している。

中央銀行の役割が拡大し強すぎる組織（overmighty citizens）にならないためには、民主主義が機能することが不可欠だろう。著者が提案した、独立した機関への委任を制約する諸原則や最後の貸手の機能に関する枠組みなどの非常事態対応でとるべき手続は、民主主義が機能することを前提に中央銀行がその能力を発揮するためのものである。

本書のほぼ最後の部分で著者は、本書の執筆で壁に行き当たったときに励ましを受けたとして、旧来の知人に対する謝意を表している⁹⁾。謝意の言葉からは、民主主義が機能するかについて、著者には若干の留保があることも感じられる。委任の諸原則の提言は、それが活用されるように民主主義が機能することを期待したものだと考えられる。

以上

9 本書 P578 より原文を引用すると、“When, inevitably, I hit walls of incomprehension (Why do you keep going on about democracy?), his invariable response amounted to, that’s why you have to do this.”

(参考)

Unelected Power の目次	
第1章	序論：権限、厚生、インセンティブ、価値
第1部	厚生：問題とありうべき解答
第2章	行政国家の進化
第3章	行政国家の目的と機能上の形態：市場の失敗と政府の失敗
第4章	行政国家の構造：単純な代理人から受託者（及び守護者）までのヒエラルキー
第5章	独立した機関に委任するかの諸原則：決まった目標への信頼できるコミットメント
第6章	独立した機関にどうやって委任するかについての指針策定
第7章	権限委譲についての原則の適用
第2部	価値：独立した機関の民主的な正当性
第8章	独立した機関と我々の政治的価値と信念(1)：法の支配と立憲主義
第9章	独立した機関と我々の政治的価値と信念(2)：民主主義が示す隔離された委任への異議
第10章	信頼できるコミットメント対民主主義：機関対判事
第11章	政治的価値と規範による委任の諸原則の頑健性テスト
第12章	隔離された機関と立憲主義：中央銀行の独立性は権力分立によるが、第4の権力ではない
第3部	インセンティブ：現実の世界での行政国家；異なる憲法構造の下での価値
第13章	信頼できるコミットメントのため、国家はどこまで原則に基づく権限委譲ができるか
第14章	曖昧な目標の問題：独立した機関への非委任の原則
第15章	手順、透明性及び説明責任：法的制約と政治的監督
第16章	設計の限界：権限、非常事態及び自制
第4部	権力：強すぎる組織（Overmighty Citizens）？中央銀行の政治経済学；権力、正当性と再構築
第17章	中央銀行と金融政策の政治学
第18章	考え方の変化：正当性への予想外の扉としての信頼性
第19章	神々への誘惑：危機前の正当な金融枠組み
第20章	通貨-信用制度（A Money Credit Constitution）：中央銀行と銀行の安定
第21章	中央銀行と規制国家：安定政策
第22章	中央銀行と財政国家：バランスシート政策と財政除外（Fiscal Carve Out）
第23章	中央銀行と非常時国家：最後の貸手への軍・市民関係の教訓
第24章	結局のところ強すぎる組織（Overmighty Citizens）なのか？脅威と再設定
結論	選挙によらない民主主義者：職務を果たすが統括はしない
付属資料	日常的な政治から隔離された独立した機関への委任の諸原則