

バンク・オブ・イングランドの独立性 20 周年コンファレンス（上）
－物価の安定と金融システムの安定－

平成 30 年 5 月 24 日
佐志田晶夫
（日本証券経済研究所）

バンク・オブ・イングランドの独立性 20 周年コンファレンス（上）

－物価の安定と金融システムの安定－

（要約）

バンク・オブ・イングランド（BOE）は、2017年9月に金融政策運営の独立20周年を記念する2日間のコンファレンスを開催した。コンファレンスは3つの基調講演と5つの報告及びパネルディスカッションからなるが、2回に分けて概要を紹介する。

開会の辞でBOEのカーニー総裁は、BOEが物価安定を目的とする金融政策運営の独立性を得るに至った経緯を振り返り、MPC（金融政策委員会）の政策運営がインフレの抑制で成果を上げてきたと指摘している。その上で、金融危機後には金融安定の重要性と困難に対処するため、BOEが金融安定政策を担うようになったことを説明。金融安定の目的は定義が曖昧で、政策手段の運営はより不確実な面があるなどの課題を指摘した。また、EUと英国の関係などに言及し、中央銀行による対応だけでは持続的な繁栄の達成を保証できない点に注意を喚起した上で、BOEは最善の努力を行う必要があると述べている。

最初のパネルの基調報告ではガイ・デベル（オーストラリア準備銀行副総裁）が、独立性の歴史を振り返った分析を紹介し目的の独立性と手段の独立性を区別した上で、民主社会では目的は政治プロセスで決め、その達成を専門家に委ねることが妥当だと述べた。一方、金融危機後には中央銀行への過度の依存が生じており、中央銀行が、効果が乏しくても政策措置を取らざるをえなくっていることへの懸念を指摘。こうした状況の下で独立性を維持し続けるには、説明責任が重要になってきていることを強調した。

第二のパネルでは、金融政策について独立性が今でも妥当なモデルなのか議論された。リカルド・レイス（LSE教授）は基調報告で、BOE独立後20年間のインフレ率の推移をみれば、インフレとインフレ期待の安定で大きな成果があったと評価した。次いで、政策目標（インフレや雇用以外に経済格差などにも注意すべきか？）、財政との関係及び非伝統的金融政策が中央銀行のバランスシートに及ぼした影響（規模を心配しすぎる必要はないが、構成については注意が必要）などを検討し、金融政策運営の独立性は今日でも妥当との見解が示された。

パネルディスカッションでは、ヘリコプターマネーへの懸念の表明や中央銀行が経済の変化を分析し新しいアイデアを政策に適用することの重要性などが取り上げられた。

なお、パネル参加者からは新興国の中央銀行は、物価安定のみを目的とするのではなく、経済の成長を考慮しつつ長期の視野に立つことが必要だとの指摘があり、また、金融包摂なども含めて、将来の成長に寄与することが求められていることにも言及があった。

第三のパネルでは、アデア・ターナー(元 FSA 長官)が基調報告で金融安定とマクロプルーデンス政策について論じ、独立性が妥当なモデルなのかが議論された。ターナーの報告では金融危機を振り返った上で、FPC(金融安定政策委員会)に金融安定政策を委ねることおよび FPC と PRA(健全性監督機構)を中央銀行に置くことの妥当性が論じられ、金融政策との相互作用も考えれば、中央銀行が金融安定に責任を持つことは妥当だとされた。また、自己資本増強などによる金融システムの強靱性に止まらず、債務増大が経済に及ぼす影響に、もっと注意すべきだとの主張が展開された。

パネルディスカッションでは、マクロプルーデンス政策を中央銀行が担うことは適切との見解が多くみられたが、目標設定には政治家が責任を持つべきことや政策手段によっては分配への影響など、BOE に政治的なリスクが生じるとの意見が紹介された。また、FPC と MPC がそれぞれの目標に責任を持った上で、情報共有や協調していくことの必要性が論じられた。

最初の基調講演は、1997 年に BOE に政策運営の独立性を与えたゴードン・ブラウン元蔵相(後に首相)が行った。当時を振り返ってブラウン元蔵相は、近視眼的な経済政策を止め、長期的視点での安定と成長を目指して独立性付与が適切だと判断し、具体的な運営枠組みを検討して MPC による 1 人 1 票の投票権を持つ委員による意思決定を導入したことが説明された。ブラウン元蔵相は、独立性の成果を評価した上で、(中央銀行の)専門性と政治家のリーダーシップのバランスが重要であり、バランスが失われると世論が専門家に反発するなどのリスクがあることを指摘した。

なお、独立性を尊重してその時点では異論は差し挟まなかったとしつつ、金融危機後の BOE の金融政策については、米国と比べて不十分と考えていたことに言及している。

バンク・オブ・イングランドの独立性 20 周年コンファレンス（上）

—物価の安定と金融システムの安定を目指して—

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

バンク・オブ・イングランド（BOE）は、2017年9月に「Independence - 20 years on」と題し、金融政策運営の独立性 20 周年⁽¹⁾を記念する2日間のコンファレンスを開催した⁽²⁾。BOE の HP 掲載資料などに基づきコンファレンスの概要を2回に分けて紹介したい。

コンファレンスのプログラムは図表1の通りであり、マーク・カーニーBOE 総裁の開会の辞、テレサ・メイ首相のスピーチで始まり、中央銀行の独立性や政策の有効性に関する3つの基調講演と5つの報告及びパネルディスカッションが行われた。

基調講演は、BOE に金融政策運営の独立性を与えたゴードン・ブラウン元蔵相・首相、イスラエル中銀総裁なども務めたスタンレー・フィッシャーFRB 副議長（当時）、クリスティーヌ・ラガルド IMF 専務理事の3人が行い、独立性の意義や限界、中央銀行の役割・課題、中央銀行を取り巻く環境の変化とその影響などについて論じた。

5つの基調報告・パネルディスカッションでは、中央銀行の独立性の過去・歴史、現状評価、国際的な比較、将来展望が取り上げられた。英国及び各国中央銀行の経験を踏まえて、BOE の2つの目的である物価安定（金融政策）と金融安定（マクロブルーデンス政策）の扱いと独立性の意義、独立性が揺らぐリスク要因などの論点について、元 MPC メンバーや各国の中央銀行関係者、経済学者、実務家を含む多様な出席者による議論が行われている。

本稿では（上）で、カーニー総裁の開会の辞の概要と3つの基調報告・パネルディスカッションを紹介し、合わせて BOE に独立性を与えたゴードン・ブラウン元蔵相・首相の基調講演を要約した。ブラウン元首相の講演は独立の意義を強調する一方、政治がリーダーシップを発揮すべき局面があり、専門性とのバランスが重要なことを指摘している。

1 BOE に対する金融政策運営の独立性付与は、1997年5月6日に当時の労働党政権（総選挙の直後）によって行われた。概要は BOE の HP の History を参照。 <https://www.bankofengland.co.uk/about/history>

2 コンファレンスの詳細は、BOE の HP、Bank of England, “Independence - 20 years on” September, 2017 を参照。 <https://www.bankofengland.co.uk/events/2017/september/20-years-o>

なお、各パネルディスカッションについては、その概要を1分程度の動画（図解）でまとめたものが掲載されている。

図表1：バンク・オブ・イングランド独立20周年コンファレンス概要	
2017年9月28日、29日に開催	
初日：開会の辞：マーク・カーニー(BOE総裁)、主賓挨拶：テレサ・メイ(首相)	
セッション1：中央銀行の独立性を振り返る	
報告者：ガイ・デベル(Reserve Bank of Australia) パネルディスカッション：モデレーター、ガス・オドネル(Frontier Economics)；パネル参加者、アンドリュー・タイリー(元Chair of Treasury Select Committee)；チャールズ・グッドハート(London School of Economics、元MPCメンバー)；ディアン・ジュリウス(University College London)、フランシス・オグラディ(Trade Union Congress)	
基調講演1：独立性の歴史-ゴードン・ブラウン(元蔵相・首相)	
セッション2：独立性のモデルは、引続き目的に適合しているか? - 金融政策の検討	
報告者：リカルド・レイス(London School of Economics) パネルディスカッション：モデレーター、ステファニー・フランダース(Bloomberg)；パネル参加者、オットマー・イッシング(Center for Financial Studies, Frankfurt、元ECB専務理事・チーフエコノミスト)、クリスティーナ・ローマー(University of California, Berkeley)；ゼティ・アクタル・アジズ(Asia School of Business, Kuala Lumpur、元マレーシア中央銀行総裁)	
基調講演2：独立したBOEの20年 - スタンレー・フィッシャー(FRB副議長(開催時)、元イスラエル中央銀行総裁)	
セッション3：独立性のモデルは、引続き目的に適合しているか? - 金融安定の検討	
報告者：アデア・ターナー(Institute of New Economic Thinking、元FSA長官) パネルディスカッション：モデレーター、シュリティ・ヴァデラ(Santander UK)；パネル参加者、エド・ポールズ(Harvard Kennedy School)；モハメド・エラリアン(Allianz)；ドナルド・コーン(BOE Financial Policy Committee、元FRB副議長)；トビアス・エイドリアン(International Monetary Fund)	
二日目：セッション4：独立性の国際的な経験とモデル	
報告者：アダム・ポーゼン(Peterson Institute for International Economy、元MPCメンバー) パネルディスカッション：モデレーター、ミヌーシュ・シャフィク(London School of Economics、元BOE副総裁)；パネル参加者、カルニット・フラッグ(Bank of Israel)；レセチャ・クガニャゴ(South African Reserve Bank)；アグスティン・カルステンズ(Bank of Mexico(当時)、現在はBIS総支配人)	
基調講演3：中央銀行とフィンテック - 素晴らしい新世界? - クリスティーヌ・ラガルド(IMF専務理事)	
セッション5：中央銀行の独立性の将来	
報告者：ウィレム・バイター(Citi Group、元MPCメンバー) パネルディスカッション：モデレーター、ベン・ブロードベント(Bank of England副総裁)；パネル参加者、ニゲアー・ウッズ(Oxford University)；クリスティーヌ・フォーブス(Massachusetts Institute of Technology、元MPCメンバー)；チャールズ・ピーン(London School of Economics and Office for Budget Responsibility、元BOE副総裁)	
閉会の辞：マーク・カーニー(BOE総裁)	

(下)では、残る2つの報告・パネルディスカッションと2つの基調講演の概要をまとめ、最後にカーニー総裁による総括的な閉会の辞を紹介する。

金融危機後に、BOEは金融安定も担当するようになったが、カーニー総裁は閉会の辞では、政策目的が物価の安定と比べて相対的な曖昧さがあることなど、金融安定に関する政策運営の難しさについてかなり言及している。中央銀行が果たす役割については、各国の制度や経済状況による相違が少なくないことに注意すべきだろう。

なお、講演・報告の要約に際しては筆者の判断によって、適宜、小見出しなどを補っている。

II マーク・カーニーBOE 総裁の開会の辞

物価安定は、公共の利益に対して金融政策ができる最善の貢献である。インフレにもデフレにも弊害があり、低位の安定したインフレが好ましい中庸だ。ただし、物価安定の社会に対する価値を認識することとその実現とは全く別である。

・過去の失敗

70、80年代には物価は安定から程遠かった。71年のブレトンウッズ体制崩壊により英国の金融政策はノミナルアンカーを失い、その後の様々な試みは失敗し、92年までの25年間で物価は750%上昇した。これはその前の250年間より大きい。25年前、インフレターゲットがERM（欧州為替相場メカニズム）の瓦解から立ち上がり物価安定が金融政策の一義的な目的となった。だが、新しい枠組みは成功したが部分的なものだった。引き続き蔵相が金利の決定を行い、完全な信頼は得られなかった。金融政策の政治的管理には、時間的非整合性の害がある。政府が望ましいインフレ率を選び、運営上の責任を中央銀行に委ねれば厚生が改善できる。

・英国での金融政策の独立性の枠組み

1997年に蔵相がBOEに金融政策の運営権限を与えた。1998年イングランド銀行法は、3世紀で初めてBOEの責任を明確にし、独立した機関としてMPCが設立され、中期的なインフレターゲットの達成が付託された。インフレターゲットは上下に対称的で常に適用される。ターゲット達成の制約下でMPCは政府の経済政策への支援が求められる。

・説明責任

制約された裁量により、BOEは付託による指令を受けて、議会と国民に対してパフォーマンスの説明責任を負う。BOEは、今までにないほどオープンで説明責任を果たさねばならない。これは、制度と専門家への不信が高まっているからだけではなく、国民がより理解することで政策がより効果的になるからである。

・パフォーマンスと教訓

独立の利得は大きい。20年間のインフレ率は平均2%をやや下回り、ボラティリティも5分の1に低下した。独立性により、金融政策は金融危機に対して大胆かつ効果的に対応できた。また、Brexitで発生しうる事態への対応にも適した状況にある。

過去の20年間で重要な教訓が得られた。第一に、金融危機は、物価安定への正当な集中が危険な注意散漫になることを顕わにした。インフレとの戦いには勝利を得たが、結果をみれば、その間に積み重なった脆弱性で平和は失われた。金融政策は金融安定に対する最善の手段ではないが、金融安定政策も時間的非整合性で制約される。危機の回避に必要な難しい決定には明確かつ直接的な恩恵がない。金融安定の世界では成功は孤児である。

金融危機後、BOEは根本的に改革された。MPCのやり方と構造はFPCとPRC（健全性

規制委員会) という BOE の 2 つの新委員会で概ね踏襲された。全ての委員会は、BOE の情報と分析にアクセスできお互いの反応関数について十分に情報提供されている。また、適切な場合は政策協調ができる。BOE の委員会は独立しているが、孤立してはいない⁽³⁾。

第二の教訓は、柔軟なインフレーターゲットでの柔軟性の重要性である。インフレーターゲットは常に適用されるが、ショックによる一時的な乖離は常に認められる。2013 年以降の例外的な状況では、インフレをターゲットに戻すのを急ぎ過ぎると産出と雇用に望ましくない変動を引き起こすということが、明示的に認識された。

経済が広範な構造変化に直面する例外的な状況では、MPC はターゲットへのインフレ引き下げと雇用と経済活動への効果との釣り合いをとるために視野を広げられる。金融政策は、EU との新しい貿易協定への移行に伴う実質所得の弱さの防止はできないが、影響が雇用の喪失と物価上昇の間でどう分布するかに対して影響を及ぼせる。

最後に、注意深く制限された独立性は物価と金融の安定に有効だが、それだけで持続的な繁栄の達成や広範な社会的課題の解決はできない。最近では住宅取得の可能性から生産性低迷まで多くの課題が BOE に持ち込まれる。こうした課題への対応を BOE に求めるのは注意深く定義された BOE の目的を無視するものであり、独立と全能を混同している。

通貨と金融の安定は基本的なもので繁栄に必要なだが、実現に十分なものではない。英国の中期的な繁栄の最大の決定要因は、EU との新たな関係とそれが引き起こす改革である。重要な調整の大半は実体的であり、中央銀行が与えられるものではない。BOE は責務と整合的に、できる限り調整を支援する。Brexit に伴うリスクについて BOE は独立した評価を行い、それを表明する。我々への付託と整合的な限り、全ての力を用いてリスクを削減し新たな機会への調整を円滑にする。

金融政策は、円滑な実体経済の調整を助け、大規模な外的な力が発生した場合は、雇用を支援しインフレーターゲットを達成するように設定される。銀行は可能性が低いどんな Brexit に伴うショックにも耐えて信用需要に応えられるように資本を備えるし、金融システム全体は移行と将来の機会のための資金を供給する。これらが、英国民の公共の利益に対して BOE が行える最善の貢献である⁽⁴⁾。

3 各委員会については、BOE の HP を参照。 <https://www.bankofengland.co.uk/about/people> また、MPC と FPC の関係、協調については、” The interaction of the FPC and the MPC” Quarterly Bulletin 2014 Q4 を参考にした。

4 続いてカーニー総裁はメイ首相を紹介、首相が BOE 職員として経歴をスタートしたことに触れている。メイ首相の挨拶は、市場経済制度への評価と Brexit についての説明・対応方針について述べているが本稿では省略する。

<https://www.gov.uk/government/speeches/pm-speech-at-20th-anniversary-of-bank-of-england-independence-event>

Ⅲ. パネルディスカッション 1—中央銀行の独立性を振り返る

1. 基調報告：ガイ・デベル（オーストラリア準備銀行副総裁）

(1) はじめに

1994年に、スタンレー・フィッシャーの指導の下で中央銀行の独立性に関する博士論文を書いた。当時は1989年にニュージーランド準備銀行が独立性を獲得し、ECBに高い独立性枠組みが準備されていた。今日では独立の正統性と有効性が注視されている。中央銀行の独立性の時代は終わりなのだろうか？私の答えは否である。

我々は目標の独立と手段の独立を区別し、中央銀行は、目標は依存するが手段の独立性を持つべきだと論じた。目標は政治的プロセスで決定されるが、中央銀行は説明責任を伴いつつ適切と思うやり方で目標を目指すべきだ。当時を振り返りつつ中央銀行の独立性の動機を再検討し、それが今日でも妥当かを論じたい。中央銀行の独立は昨日の問題への答えなのか。何故、今日では中央銀行の独立性が脅威に直面しているのか、中央銀行の独立性のモデルは修正が必要かを検討する。

(2) 中央銀行の独立性の基礎

ブンデスバンクのパフォーマンスをみると、独立性が低い国々と比べてドイツでインフレ抑制策による産出減少が小さかったかには疑問がある。独立性を狂信すべきではなく、インフレ回避に過度に集中すべきではない。中央銀行は目標では依存すべきである。

学術文献の多くは、動学的非整合性の文脈で裁量とルールに焦点を合わせていたが、動学的非整合性の議論には独立性への含意は特にない。独立性がなくてもルールに基づく金融政策は実施できる。実際には裁量が支持されたが、解決策は制約された裁量であり、目標は政府が設定し、中央銀行は目標の達成方法についての裁量を持つ。

実証的研究で平均インフレ率と中央銀行の独立性との負の相関が示されたことは、この時期に行われた中央銀行の独立に影響力があつた。我々の研究では、目標を依存し手段は独立している場合に、インフレの状況が良くなりうるとの結果が得られた。

独立性とインフレターゲットは、どちらも70～80年代のインフレに対処するものであり、ひとまとめにされることがあるが、対処しようとした課題は異なる。中央銀行の独立性は、政治的景気循環への対応が主な動機の一つだった。今日では政治的景気循環はあまり重要とされていないが、現状が続くと考えるべきではない。新興国では今日的な課題である。

一方、インフレターゲットは、マネタリーな枠組みが適切なインフレ管理を達成できないとみなされて生まれた。多くの中央銀行がマクロ経済政策運営で信頼を得ていなかったため、トラックレコードを築く必要があつた。トラックレコードにはトラックが必要で、インフレターゲットがそれを提供した。インフレターゲットは、中央銀行が説明責任を果たすためのベンチマークを提供し時と共に信頼が得られてきた。

(3) 独立性の基礎を振り返る～インフレ抑制の評価

中央銀行の独立性は目的を果たしたのだろうか。この20年間は低インフレが続いた。だが、インフレが低すぎるのが今日の問題であり、それが中央銀行の独立性とインフレターゲットは昨日の問題の解決策だとの主張に寄与している。

他の要因と分けるのは難しいが、20年間のデータを追加しても中央銀行の手段の独立性のインフレとの負の相関は維持されている。英国では2010年から2012年にインフレ率がターゲットを上回ったが、インフレ期待はアンカーされて賃金は抑えられ、実質賃金低下を導いた。これはBOEへの信頼が定着したのを示すようだ。ただし、中央銀行の独立性が少なかったら何が起きたのかは不明である。新興市場諸国はより豊富な実証的な検証を提供するのだが、中国は極めて大きな反証材料である。

(4) 中央銀行の独立性は脅かされているか～過度の依存の背景と問題点

なぜ、中央銀行の独立性は圧力を受けているのか。金融危機後のインフレは低く安定しているが、産出のパフォーマンスが劣り、インフレが低すぎる懸念もある。危機後の不満足な経済成長が、中央銀行とその独立性に対する監視の動きに寄与している。また、中央銀行の独立性は金融政策を政治的景気循環から隔離したが、それが需要管理では金融政策だけが唯一の選択肢（the only game in town）だという信仰につながった懸念がある⁽⁵⁾。

金融危機の開始後、2008年～2009年の例外的な時期を除けば、需要管理政策は中央銀行の担当で財政政策はあまり用いられなかった。これが中央銀行に更なる圧力を加えた。マンドートを所与とすれば、できることが何かあれば、効果が如何に小さくてもやらないわけにはいかなかった。さもなければ、独立の正統性を傷つける深刻なリスクがあった。

これが中央銀行をゼロ金利制約領域に至らせ、それを越えることもあった。金融政策は（特に量的緩和で）、財政政策の要素に変形し始めた。かつては財政政策には重要な役割があり、金融政策が唯一の選択肢ではなかった。中央銀行の独立性は、需要管理政策の中央銀行への完全な委任を意味しない。独立性への狂信（カルト）は、常により多く行う圧力となるリスクがある。非伝統的金融政策は、中央銀行の資産購入と政府の債務管理戦略との相互作用によって、手段の独立性への支持を傷つける可能性がある。

インフレターゲットと中央銀行の独立性は、どちらの結果でもない経済的状况によって非難されているのではないか。中央銀行の経済への理解に対する批判は可能だが、それは運営枠組みの正統性を否定するものではない。トランスミッションメカニズムについての考え方は変化するが、政策枠組みの基本構造は維持されるべきだろう。

金融政策の分配面への影響に焦点が当たっていることにより、独立性への新たな脅威が生じている。金利（貯蓄主体と投資主体）や為替レート（貿易財部門と非貿易財部門）の

⁵ 金融危機後の中央銀行の役割の拡大と金融政策への過度の依存に関しては、G30の作業グループが2015年10月に公表した“Fundamentals of Central Banking: Lessons from the Crisis”が、事実と論点を整理しており参考になった。

影響は常にあったが、名目賃金が低迷すると所得分配への懸念がより露わになる。また、非伝統的金融政策の主要なトランスミッション経路が資産価格を通じるものなら、分配面への影響は他の経路より大きいだろう。これは手段の独立性の正統性を損ないかねない。

(5) 金融安定と独立性の問題

危機後の基本的な変化の一つは、中央銀行の金融安定についての目標に関心が高まったことである。金融安定の目標は概して漠然としており、否定でのみ定義される。2008年に金融の不安定があり、それが好ましい状態でないことは合意できるが、金融安定の重要な要素が何で、達成のため中央銀行はどうすべきかで合意するのは難しい。中央銀行が（金融政策で）流れに逆らうべきか否かの論争が長く続いているのは、その例である。

インフレーターゲットと金融安定にトレードオフがあるのか、金融安定の目標をより良く定義すべきか、だれが目標を定義するのか。目標達成のため中央銀行は、分配面の含意がはっきりとあるものを含め、どんな手段でも用いる完全な独立性があるのだろうか。

(6) 説明責任

説明責任は、民主主義社会における独立性の基盤であり、マクロ経済政策を非選出の官僚が行うことになるため中央銀行の独立性は不適切だとの批判を軽減する。公共政策では、目標が政治的プロセスで設定されて公僕が実施することは多くあり、中央銀行に固有ではない。中央銀行は与えられた目標の達成についての説明責任がある。

過去20年間で説明責任については大きな変化があった。定期的な議会証言が行われ、公表資料の量と質が増加し、多くのかつ透明性が高い講演が実施されている。独立性は説明責任とともにある。デルフォイの神託と異なり、中央銀行の発言は理解できることが重要である。なお、中央銀行の説明責任はその目標に限定されるべきだろう。

(7) 結論

BOEに手段の独立性が付与された以降の英国経済のパフォーマンスは、選択の正統性を確認する。金融政策、財政政策と金融安定政策の結びつきは、20年前より目立つし、マクロ経済の働きやトランスミッションメカニズムに関する中央銀行の理解に疑問を呈することがあるとしても、それは独立の有効性とは別の問題である。

ただし、枠組みへの疑問が出るのは独立性の不可欠な代償であり、政治的プロセス及びより広く公衆に対する中央銀行の説明責任が極めて重要である。金融政策について独立した決定をするためには、それを適切に正当化しなければならない。

金融政策に関する目標の依存と手段の独立は時の試練に耐えてきたが、金融安定はより未解決の問題である。金融安定の目標と手段は、現状では明確に定義されていない。金融政策での中央銀行の独立性は、1990年代前半に大いに流行していたが、今日では、金融安定における問題に焦点を当てる必要がある。

2. パネルディスカッションでの主な発言と指摘

・オドネル：中央銀行の独立性についてだが、正確には独立した MPC の設立が重要なことを指摘しておきたい。パネルには 2 人の当初の MPC メンバーを迎えている。

・ジュリウス：当初メンバーの実務経験を踏まえてコメントしたい。中央銀行への独立性付与には、政治的な要因があり新たに選出された労働党政権は、注意深く経済を運営することについての信頼性が必要だった。

当初の 10 年間は、政治的にも経済的にも満足できるものだった。対称的なターゲットは、人々の期待の変更と MPC 内で長期的な予測に基づいて対応する役に立った。委員会で決定し、1 人 1 票だったのも有効で議論は活発だった。個人の説明責任も有効に働いたと思う。

私が MPC を離れた後だが、金融危機への政策対応として利下げや QE は妥当だった。だが、それが長期に及んでいることの副作用には注意すべきだろう。また、QE の効果は説明することが難しい。手段が複雑になると手段の独立性に支持を得ることが難しくなる。

・グッドハート：80 年代（ニュージーランドの独立性導入）には、垂直なフィリップス曲線の考えが中長期的なインフレ抑制努力を助けた。最近、フィリップス曲線の関係が弱まっているのは懸念すべきだ。時間的非整合性の考え方も理論的な支えだった。実証的にははっきりしなかったが市場は懸念していた。BOE の独立性で長期債利回りは 75bp 低下した（独立性は中道左派政権に必要だった）。以前は政府債務コスト管理政策が金融政策に影響する懸念があったが、インフレ低下でデットサービス比率は低下し両者の分離は容易になった。将来の懸念は、人口動態などを考えると政府債務の増大が続きインフレの懸念を高めることだ。これは MPC と蔵相の対立を招き、政治家と財務省が勝つだろう。

・オグラディ：BOE のコミュニケーションの努力を評価したい。物価安定は今でも重要だが、国際金融危機以降、我々は新しく大きな問題に直面している。BOE もグループシンクに陥って危機を予期できなかった責任はある。賃金シェアや労働者の福祉に注意を払っていなかったのも問題だった。英国では実質賃金が低下し、雇用は増えても質が低下している。家計の債務負担も問題である。財政緊縮による公的部門の資金抑制策は有効ではない。BOE のリスクは非現実的な期待であり、政治家が選択の責任を回避するために、BOE が人の盾として利用されることだ。Brexit の条件は人々の職と生活への影響が極めて大きい。説明責任と透明性は重要であり BOE は我々の将来について助言する責任がある。

・タイラー：中央銀行の独立性は利点があった。選挙サイクルを越えた物価安定の制度的枠組みであり、インフレの社会的弊害を除くことだった。今は独立性を失う要因がみられる。①国民の多くがインフレの問題を覚えていない。②財務省からの補償は独立性を損なう。③政策が分配に及ぼす影響への懸念。④金融安定での新たな責任での非難。⑤経済・

金融のグローバル化全般へ批判。⑥象牙の塔と見られ信頼低下の害を受け易いこと。⑦ポピュリズム・ナショナリズムが高まり、それは独立性を支持していない。

政府が中央銀行から独立性を奪うことは市場と経済に打撃を与えるとみられている。だが、完全に奪わなくても損なうことはあり、人々の QE⁽⁶⁾などはこれに属する。独立性を保つには財務省の補償を止め、財務省の影響が増すのを抑えるべきだろう。なお、独立性を憲法に含めることも考えられるが、上院がそうする可能性は少ない。

BOE は責任を負い過ぎるべきではない。意思決定の説明が重要であり、これに関して財務特別委員会がまとめた提案は多くが実施されている。なお、金融危機に関して、BOE もグループシンクに陥っていたと思うが、グループシンクを防ぐのは議会の役割である。

Q&A の概要（参加者からの質問とパネリストの回答）

Q：中央銀行には経済モデルの不十分さがあり、金融危機に責任があったのでは？

A：各国で危機の影響は異なる。独立性の制度的枠組みの評価と分けて考えるべきだろう。

Q：中央銀行はその限界をより明確にすべきでは？

A：今は、政治家も専門家も好まれない。中央銀行は政治的責任を押し付けられる危険がある。BOE は限界についてよりはっきり語るべきだし、政治家は責任を負うべきだ。

Q：個人の説明責任と委員会の共同責任についてどう考えるか？

A：MPC が機能したのには透明性が有益だった。一方、FPC では扱う情報の機密性や特定の政策決定を毎回するわけではないなどの違いがあるが、FPC は金融安定についてもっと幅広く議論をすべきであり、グループシンクを避けるにはそれが必要である。

A：MPC は（エディー・ジョージが述べていたが）個人主義的だった。国によって違うと思うが。英国ではそれが有効だったと思う。

A：同意見だ。企業の取締役会は共同責任があり、強い異議があるなら辞任が唯一の選択肢だ。MPC では異なる意見を持ち、それを公に述べることもできた。

A：独立した立場で議論が行われるのは有効だと思う。適材の確保が極めて重要である。

6 J.コービン労働党党首は、BOE の QE は金融機関のためだと批判、住宅やエネルギーなどインフラ整備の投資のための公的機関が発行する債券を BOE が購入する"Quantitative easing for people" "を行うべきだと主張している。

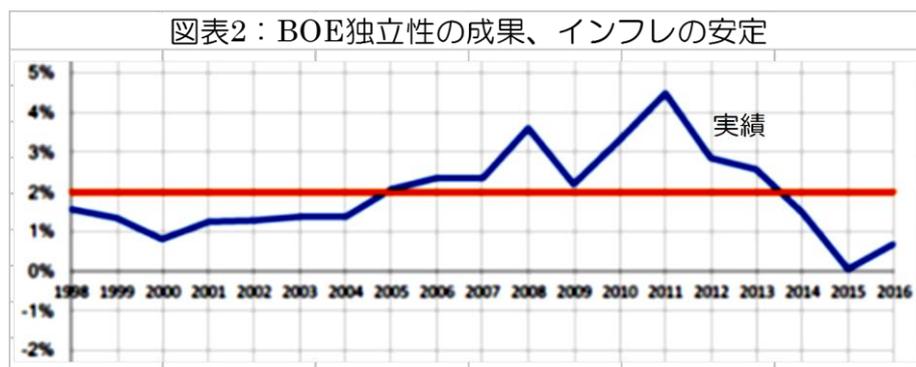
<http://www.bbc.com/news/magazine-34209478> "24 things that Jeremy Corbyn believes" September 2015 を参照。

Ⅲ 独立性のモデルは引続き目的に適合しているか?～金融政策についての検討

基調報告：リカルド・レイス（LSE 教授）

(1) 独立後 20 年間の実績

独立後の 20 年間を振り返るとインフレーションは極めて安定的でターゲットに近かった。過去の BOE の歴史と比較してみても、金本位制やブレトンウッズ体制など通貨制度が異なる時期との対比で、独立性の期間は平均インフレ率と標準偏差は低く安定している。20 年間で 2 分しても違いはない。



図表3：CPIインフレ率推移(通貨制度毎および独立性後)

期間	平均	標準偏差	最小値	最大値
1717～2016	1.9%	6.6%	-22.8%	30.0%
1717～1913	0.5%	6.4%	-22.8%	30.0%
1914～1945	3.5%	8.8%	-14.0%	25.2%
1946～1973	4.8%	2.7%	0.6%	10.7%
1974～1997	7.6%	5.7%	1.8%	22.7%
1998～2016	1.9%	1.1%	0.0%	4.5%
1998～2010	1.9%	0.8%	0.8%	3.6%
2010～2016	2.0%	1.6%	0.0%	4.5%

加えて、多くのショックがあったにも関わらず様々な尺度でみたインフレ期待は安定している。運がよかっただけではない。独立後 20 年間の目標と実績を歴史上の他の期間と比べると、その成果は評価すべきである。

(2) 中央銀行の独立性の役割

国民から選ばれた政治家ではなく、専門家に委ねることが妥当な政策は、どういうものだろう。以下の 5 つが考えられる。

- ・ 技術的に複雑な判断であること。
- ・ 目標は明確であり、合意に基づいていること。
- ・ 安定した枠組みが、迅速な反応より重要なこと。
- ・ 再分配が主要な問題ではないこと。
- ・ 説明責任と透明性が求められること。権限委譲には説明責任が伴う。

この5項目は、20年前にも今日にも当てはまる。また、車両が道路のどちら側を走るか、メートル法とポンド・ヤード法のどちらを使うかなど、基準を見直すことはほとんどない。基準は安定性が必要であり、中央銀行は通貨単位の価値という基準を守る者である。

(3) 中央銀行へのマンデート

独立性が妥当だとして、適切なマンデートは何だろう。インフレがマンデートであることには疑問はないだろう。では、実体経済要因も加えるべきだろうか。現時点のコンセンサスでは、中央銀行は実体経済にも対処すべきである。以下の点が指摘できる。

- 実体経済活動のギャップ、景気循環は対象にできるが、長期的には貨幣は中立である。
- 測定可能なことが必要。失業や産出ギャップは測定可能で、説明責任を果たせる。
- 実現可能でなければならない。フィリップス曲線が存在すれば中央銀行は実体経済についてのマンデートが遂行できる。
- 他の目標から独立しているか。インフレ目標の追及で実体経済の目標も達成できるなら追加目標は必要ない。だが、供給ショックの場合に中央銀行はトレードオフに直面する。
- 制約された行動主義であり、透明性と説明責任が課される。
- コミュニケーションの点で、目標とパフォーマンスが明確なことが必要である。

他の尺度も考えるべきだろうか。例えば、GDP 以外に人間開発指数や幸福度指標、最近では格差が論じられている。これらを測定し GDP を補完すべきとの意見もある。だが、格差を中央銀行のマンデートに加えることには懐疑的な理由がある。格差は傾向として拡大しているが、景気後退や循環的な要因の影響は少ない。また、格差の尺度は不完全であり、金融政策が格差に効果的に影響を及ぼせるかは疑問がある。格差に大きく影響する測定可能なリスクは失業であり、失業は目標に含まれている。

目標が不明確だと説明責任やコミュニケーションが困難だが、分配については国民の間で意見の相違がある。分配には政府が対処すべきであり専門家に委譲すべきではない。中央銀行が政策の分配への影響を考慮することは適切だが、マンデートにすべきではない。

(4) インフレターゲットの検討

現状では、BOE、Fed、ECB、日銀など主要国の中央銀行が2%のインフレ率を目標としている。数字が何であれ合意することが重要とも考えられる。ただし、ターゲットの数字を変更する場合は、問題が生じないかの検討が必要である。どこかの時点で変更を検討すべきだったのかもしれない。BOEは、2%のインフレターゲットを見直す、透明で定期的な（例えば、5年か10年毎の）政治的プロセスを考えるべきだろう。

一方、インフレ以外の候補として、物価水準をターゲットとすることが考えられる。ターゲットを上回る期間が続いたら、上昇率を抑えてターゲットに戻すことになる。例えば（過去の実績をみると）水準を目標としていた場合は、2011年から2012年によりタイト

な政策が取られたかもしれない。ターゲット変更の影響を議論する必要がある。これは技術的な問題だとの意見もあるが、議会などで議論すべきである。住宅価格や名目 GDP などの他の名目アンカーをベンチマークに選んだ場合にも政策への影響は大きいだろう。

(5) 金融政策と財政的側面の検討

中央銀行の財政に関連する役割について考えると、財政赤字のマネタイズを避けることが中央銀行の独立性の大きな動機だった。通貨発行に伴うシニユレッジにも財政的要素があるが規模は大きくはない。一方、財政政策との協調は難しい問題で、意見の違ひもありうるが、それが中央銀行の独立性を譲歩する理由にはならない。

QE により BOE のバランスシートの規模が近年かなり大きくなっているが、それが独立性に影響するだろうか。私の考えでは、規模は重要ではない。BOE が準備預金という負債で政府債務を購入しても、ネットでみれば公的債務は変化していない。期間の違いがあるだけだ。準備預金への付利も保有する国債金利の方が高ければ問題にはならない。準備預金への付利やバランスシートの規模は金融政策手段として効果を持ちうるもので、キャッシュレス社会となった場合も準備預金への付利を通じて中央銀行は影響力を維持できる。

(6) バランスシートの構成は検討すべき問題

問題はバランスシートの構成である。保有資産が短期政府債なら問題はない。長期国債なら期間リスクが生じるが管理は可能だろう。一方、国債以外の資産の保有は BOE では限定的だが ECB はかなりの規模である。外貨、民間債券、株式はリスクが伴い、その管理が重要である。こうした資産の保有は財政的役割を持ち、中央銀行による購入を制限すべきかについての議論が必要である。バーナンキは、危機に際しては取るべき行動についての制約は少ないと主張しているが、介入が有効だということは財政的な意味合いがかなり大きいことを意味し、それを制限するか否かは重要な論点である。

最後に、財政支出に応じた QE あるいはヘリコプターマネーだが、これは財政政策であり、こうした政策の実施は中央銀行の独立性を後退させるものである。

(7) 結論

以下が独立性の問題と金融政策に関する私の結論である。

- ・独立性のモデルは、低く安定したインフレをもたらしインフレ期待を固定した。
- ・独立性の論拠はかつてと同様に強固であり、基本的な根拠には変化がない。
- ・マンデートの拡大（格差などを含める）には、疑問がある。
- ・名目アンカーの見直しについては、定期的な検討が妥当である。
- ・バランスシートの規模と国債保有に対する懸念は、誇張されている。
- ・中央銀行が保有する資産の制限とリスク管理の透明性に関する検討が必要であり、議論を行って明確にすべきである。

2. パネルディスカッションでの主な発言・指摘

・イッシング：明確で理解が容易なマンデートが重要だ。ECB の初期に数値を 2% にすべきだと提案したが変更は可能である。中期的な視野を持つことも重要であり、中期には新しいショックで変化が生じる。ヘリコプターマネーは 1923 年 10 月を思い出させる。当時の漫画で、グーテンベルグが印刷機の脇で「私はこんな意図はなかった」と述べている。ヘリコプターマネーを始めたら、政策のコントロールを失うだろう。

法律上の独立性と実際の独立性を分けて考えたい。実際の独立性の維持は、中央銀行自身に依存する。分配の効果を明示的に持つ政策、信用配分を行えば政治に巻き込まれ独立性に影響する。財政政策との協調も難しいが、政府との関係を明確にすべきだろう。

法律上の独立性は各国で異なる。ブンデスバンクの独立性も法律改正で変更できるが、そうした動きは起きなかった。国民との歴史的な関係である。ユーロは、法律上の変更はほぼ不可能だが実際の独立性は異なる。ECB は困難な状況にあり、その政策がユーロ圏で唯一の選択肢になっている。独立した中央銀行は明確なマンデートを守るべきで、多くのことが求められるのは危険な状況である。

・ローマー：中央銀行は過去 20 年間にインフレとインフレ期待を低下させた。2008 年秋には中央銀行は柔軟性と創造性を発揮し国際金融危機に対応した。だが中央銀行には休む暇はない。独立性は、金融政策成功の前提条件で十分条件ではない。経済の理解（アイデア）が重要だ。米国のインフレ率の推移も英国と同様だが、Fed は 1950 年代から独立していた。米国での 80 年代の変化は、制度ではなくインフレのコストや経済の動き、金融政策の役割に関して当局の考え方が変化したからだ。英国も同様だ。

最近の経験では低すぎるインフレもコストが高い。インフレ期待も、低位での定着が問題ではないか。日、米の中央銀行は、インフレ期待を引き上げ、実質金利を低下させるのに苦労している。通貨は長期的に中立という考えも再検討すべきだ。米国では金融緩和の継続で、意欲をなくしていた労働者が復帰し失業率低下と共に労働力が回復している。正解は不明だが、さらにリサーチを行うべきだろう。

独立した中央銀行の将来には、経済リサーチが重要である。アイデアの変化が示唆されたらそれを活用すべきだ。金融政策の枠組みでも、例えば、政策目標を物価水準や GDP ターゲットにすることをインフレ期待への効果を考えてみるべきだ。中央銀行は独立性を生かし、経済の変化に対応してアイデアを変えていくべきである。

・アジズ：独立性の制度的枠組みの諸要素、新興諸国での独立性、金融政策以外の活動を取り上げる。独立性で中・長期的な目標に集中できる。独立性を保証する制度的措置としては、①マンデートの明確さ、②マンデートを達成する権限の有無、③ガバナンスの明確さ、④説明責任・透明性の枠組み、⑤コミュニケーション枠組み、⑥機関としての力量、組織としての能力、能力向上への投資が重要である。

パフォーマンスの評価だが、マレーシアでは、物価安定だけではなく経済を持続可能な成長経路に乗せることへの寄与が求められる。所得分配に関しても、格差拡大が将来の成長にリスクをもたらさないかに注意が必要だ。

我々は金融政策以外に、金融包摂、経済的福祉向上など、包摂的な経済システムにする役割も担い、銀行取引の普及、中小企業の発展などで成長維持を目指す。金融安定では、資産価格変動や不適切な資源配分は将来の成長に影響する。新興諸国ではルールに基づく枠組みは困難である。資本移動の影響や商品価格ショックを考慮しなければならない。頑健なガバナンスと説明責任の枠組みがあれば柔軟性と自律性は矛盾しない。

中央銀行はサイロではなく協調が求められる。ただし、境界（責任範囲）の管理と関係（ガバナンス）の管理、説明責任の明確化が必要である。金融危機のような状況で協調することが、中央銀行の信頼性と独立性を損なってはならない。

- ・フランダース：中央銀行に多くが求められすぎているのだろうか。政府と協調していくべきなのか。
- ・イッシング：緊密な協調には注意が必要だ。中央銀行は約束したことは果たすが、政治家には時間的非整合性のインセンティブがある。
- ・ローマー：中央銀行が危機に対して取った対応は評価すべきだ。マンデートが特定されているほど、独立性は高まる。例えば Fed のマンデートが具体的に何を意味するか、時折は確認すべきだ。テクノクラートが必要とされるのは、問題が変化するからだ。
- ・レイス：薬剤の承認を考えると、規制当局は薬剤の開発に大きな影響を及ぼすだろうか。意見交換はすべきだと思うが、開発についての協調が必要かは明確ではない。
- ・アジズ：柔軟で実際的なアプローチをとるべきだろう。

Q&A の概要（参加者からの質問とパネリストの回答）

Q：危機のような正常ではない状況には、マンデートの優先条項が必要ではないか。

A：非常時を誇張するべきではない。判断が難しいことがあるが、中央銀行が政治的な領域に立ち入ったら、それは例外的だと見なされねばならず、できる限り早く撤退すべきだ。

Q：独立後、インフレは安定しているが、経済成長（最近の 10 年）をどう評価するか。

A：最初の 10 年間はインフレの安定と経済成長が達成できた。最近の 10 年は、経済の低迷でインフレ圧力が低かったと考えた方がよいだろう。

A：金融危機後に BOE は、インフレターゲットに関してより柔軟だった点を指摘しておきたい。

IV. 独立性のモデルは引続き目的に適合しているか?～金融安定の検討

1. 基調報告：アデア・ターナー（元 FSA（金融サービス機構）長官）

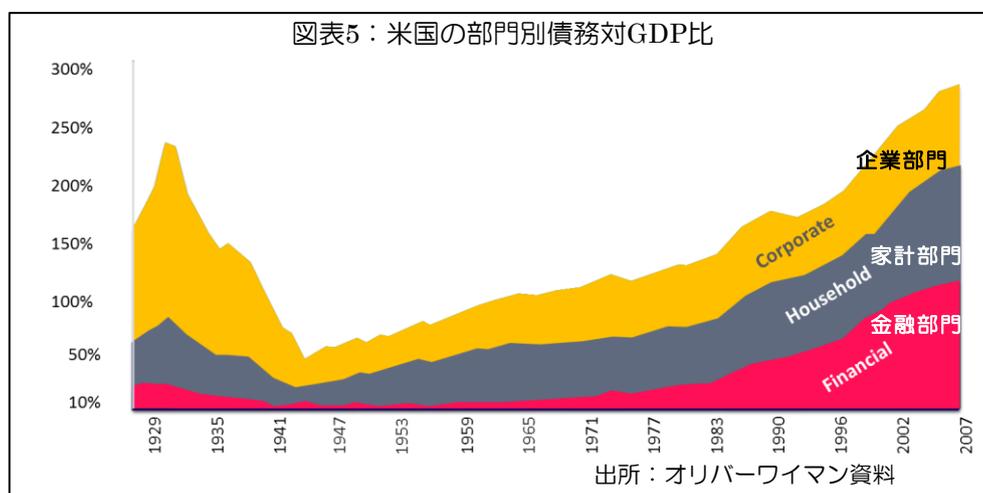
(1) はじめに

金融安定への懸念は、この 20 年間のちょうど中間で注目を集めることになった。4 点について述べたい。①2010 年に行われた英国の制度変更は適切で、FPC 創設は不可欠だった。②国際的な金融規制強化によってグローバルな金融システムの強靱性は増し、2008 年のような金融危機の可能性はかなり小さくなった。だが、③経済理論と政策手段は、信用がマクロ経済循環に及ぼす影響に焦点が当てていない。金融システムの修繕はマクロ経済の安定を意味しない。④様々な政策手段、マクロプルーデンス政策と金融政策、財政政策の関係が、将来どう変化するかが問題である。

(2) 金融危機前の見方と問題点

危機前の正統的見解では、R.ルーカスが述べたように、景気後退を防ぐ問題は解決したと考えていた。中央銀行が金利を唯一の目標であるインフレに用い、財政赤字と債務が持続可能なものに保たれれば、景気の過熱と後退の問題はなくなるということだった。

金融分野では、金融システムには自己修復性があると考えられる傾向があった。危機前には①実体経済対比の民間部門の信用の規模は急速に拡大し、②信用仲介プロセスの複雑さが信用の証券化と多段階の流通経路などで高まった。このため金融部門のバランスシートは GDP 対比で急拡大していたのだが、多くの見解は楽観的だった。



多くの人々が、必要なのは信用供給のための洗練された金融システムだと考えていた。バーゼルⅡのデザインは、銀行に対して VaR などより洗練された分析技術の使用を促し、より高いレバレッジでも安全に運営できると考えていた。金融規制当局が健全性の問題を取り上げる場合も、決められた規則を個別金融機関に適用するようになりがちだった。

中央銀行や金融当局は、クレジットサイクルに適切な注意を払わず、マクロ経済とプルーデンス分析を統合せず、金融政策と金融規制を協調させようとしていなかった。

(3) 国際的な金融規制改革の評価

2009 年以降、グローバルな金融規制改革が行われ、①自己資本規制と流動性規制の強化、危機前と比べると所要株式資本は 3~4 倍に増加した。②デリバティブ市場の清算での CCP（中央清算機関）利用、③マクロプルデンシャル・アプローチとして、英国の FPC や米国の FSOC（金融安定監督協議会）が金融システムの全体的な分析と監視を担当。また、CCyB（カウンターシクリカル・バッファ）などの手段が導入された。

FPC を BOE に設置したのは適切であり、ミクロ・プルデンス当局の PRA も中央銀行に置いたのは妥当だ。1997 年に銀行規制を BOE から分離したのは誤りだった。

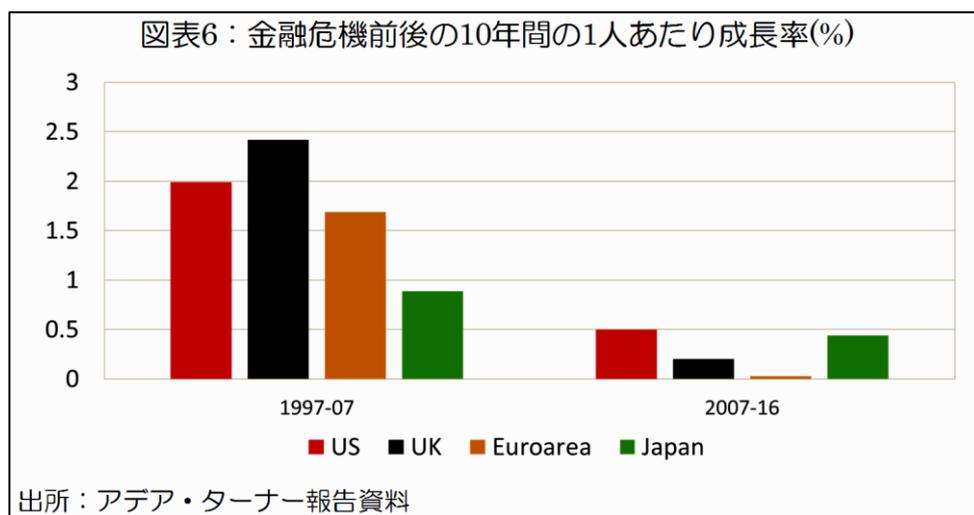
ただし、これでマクロ経済の不安定さに影響する要因への対応が十分かは、疑問がある。規制強化アプローチは、対応すべき問題に対する特定の定義に基づいている。問題だと考えられているのは、金融機関の救済コストの大きさと、金融危機による信用供給の急減であり、公的支援を不要にして信用供給が削減されないように金融機関が頑健にされた。

(4) 金融安定とマクロ経済政策の課題

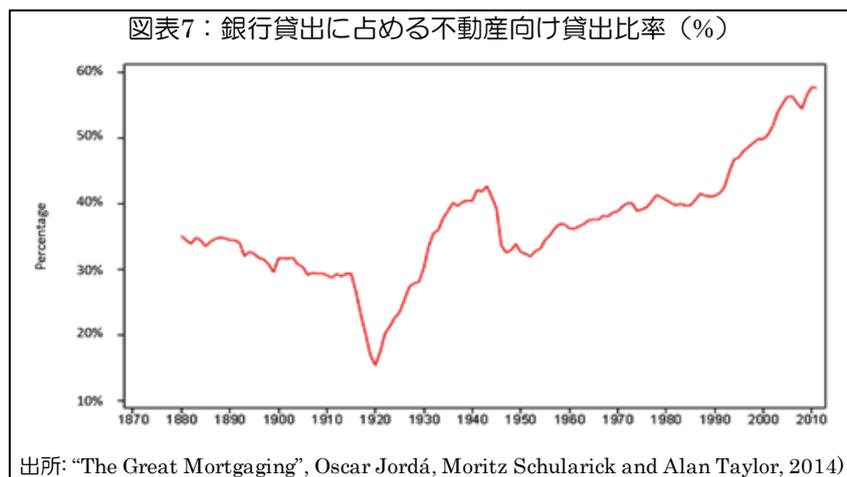
銀行の資本、流動性規制の強化で問題発生の可能性は低下したが、それだけでは不十分である。公的支援の直接コストは金融危機で起きた被害全体と比べれば小さい。また、金融機関が強靱で銀行破綻が生じなくても経済に悪影響が生じる可能性がある。

公的支援コストの当初推定は巨額だったが、資産売却による回収などの結果、公的支援コストはかなり小さいか、米国ではネットでプラスになった。だが、直接的なコスト以外のマクロ経済的影響は大きかった。危機前と危機後の 10 年間の 1 人当り GDP の伸び率を比較すると、主要先進国全般で大きく減速している。

その要因の一つに過剰債務がある。注意すべきなのは、強靱な金融システムでも債務の過大は起きるということだ。金融危機後には、銀行システムが脆弱で適切な信用供給ができなくなったと認識されていたが、主要先進国の実体経済部門は債務過剰であり、金利がゼロにまで下がっても信用需要は低調だった。



債務増大は不動産関連貸出の増加による部分が大きかった。資産への貸出は資産価格上昇を引き起こし、それが貸出需要と供給の増加につながり、ミンスキーが指摘したような危機に至る自己実現的サイクルが生じていた。危機後も世界全体では対 GDP 比の債務増加傾向は続き、相対的には先進国から新興市場諸国に移り、先進国では民間部門から公的部門に移っている。自由な信用市場が過剰債務を生むことがある。マクロ経済政策は、債務増加のペースだけでなく水準にも注意すべきである。



(5) 今後の金融安定に向けた政策

貸出は投資需要だけではなく、既存資産の取得や消費のためにも行われる。金融政策とマクロブルーデンス政策、財政政策の組み合わせが、民間部門の債務水準と貸出構成の管理に向けられるべきである。2007年以前には、純粋にインフレーターゲットから必要とされた以上に金利を引き上げるべきだったかもしれない。ただし、様々な貸出需要・供給の金利弾力性の相違を考えれば、金融政策だけでは限界がある。

マクロブルーデンス政策をより積極的に使うべきだ。銀行の強靱性に必要な水準より自己資本比率を引上げて実体経済のレバレッジ増大を抑えることや、CCyBで債務水準を抑制することが考えられる。金融システムの強靱性ではなく、特定分野の貸出抑制にLTV（貸出担保比率）やLTI（貸出所得比率）を利用するマクロ経済サイクル防止政策や、規制当局が不動産関連貸出のリスクウェイトを銀行の内部モデルに基づく水準より大幅に高くすることも考えられる。

こうした政策は貸出構成に影響を及ぼすもので、金融危機前なら自由な市場の効率的な信用配分への受け入れ難い介入とみなされただろう。だが、基本的な外部性の問題を認識すべきだ。金融危機とその後の景気後退で英国やユーロ圏では住宅貸出による損失は極めて低かった。これは銀行の内部モデルの妥当性を示すように見える。だが、銀行の強靱性が保たれても、巨額の住宅・不動産債務のバランスシート効果によって景気後退が引き起こされる。米国の分析でも、債務返済のための消費抑制が危機後の景気後退の重要な要因となった。景気後退を引き起こすには不良債務は必要ではない。

(6) 金融安定と中央銀行の役割

私見では、マクロブルーデンス政策は、信用供給やレバレッジ水準のマクロ経済的帰結にも注意を払う必要がある。これは、マクロブルーデンス政策の担当（英国では FPC）が中央銀行にあるべき理由を再確認する。マクロブルーデンス政策と金融政策はお互いを考慮する必要があり、政策協調や同時に行動することが求められる。

2. パネルディスカッションでの主な発言と指摘

- ・ヴァデラ：インフレターゲットと比べ、金融安定は漠然としている。マクロブルーデンス政策手段の効果も不確実だし、分配への影響もある。運営の独立性をどう定義し説明責任をどう捉えるべきだろうか。金融安定のマネートをどう考えるべきか。
- ・コーン：金融システムの強靱性と金融安定だが、FPC は非金融民間部門の債務水準に注意し（税制なども影響するが）、家計の債務に注目している。マクロブルーデンス政策は経済の安定性に重要でありレバレッジの分布に注意している。我々は LTV、LTI などの政策手段を与えるように求めるなどの行動を起こしている。
- ・ターナー：金融システムは過度なレバレッジを作り出しかねない。マクロブルーデンス政策が信用分類毎の管理に用いられるのは妥当である。ECB の LTRO（貸出条件付き長期流動性供給）は信用分類毎の管理であり、危機前の常識には反するものだ。
- ・エイドリアン：金融安定の尺度として GDP アットリスクを提案したい。GDP 低下リスクは金融安定の脆弱性に依存する。金融緩和は短期的に GDP を押し上げるが、中期的にはレバレッジ増大や脆弱性が GDP 下落のリスクを高める。GDP 下落要因によって、どういったマクロブルーデンス政策を実施すべきかを判断できる。
- ・エウリアン：独立性の成果を評価すべきだが自己満足のリスクがある。銀行のリスク削減は経済のリスク削減ではない。リスクはノンバンクに移っていないか。ETF は資産の流動性を過大評価させかねない。我々のノンバンク分野の知識は不十分である。政策枠みでは中央銀行への依存し過ぎに注意すべきだ。我々は、平坦化するフィリップス曲線や生産性を理解していないし、構造的問題では、Brexit、技術、人口動態がある。また、市場でボラティリティが低過ぎないか。成長モデルが金融と中央銀行に依存しすぎる懸念もある。
- ・ヴァデラ：政治的な制約が大きくなる中で、運営の独立性は維持できるだろうか。
- ・ポールズ：私は、マクロブルーデンス政策は中央銀行が担うべきだと思う。1997 年の独立性の草稿では、BOE に金融規制担当の副総裁職を設けて金融市場の流動性と安定担当とし、行為規制は移管すべきだとしていた。当時、規制では行為が主な問題だった。マーヴィン・キングはマクロブルーデンスも切り離し BOE は純粋に金融政策を担うべきと考え、エディー・ジョージが BOE はマクロブルーデンスの役割を持つべきと考えていたのに不満を感じていた。その後、BOE は金融システムや規制の問題に注力しなくなった。確信はないが、2 つの委員会を持つのは正しいのかもしれない（必要なら共同会合開催）。目的が特

定されないと困難が生じるが、分かり易い金融安定の目的が設定されていない。なお、英国も米国のように FSOC を持つべきかもしれない。選出されたのではない専門家が分配の含意がある問題に対処しているが、蔵相がより責任を持つべきである。

・コーン：問題の共有などでは共同の運営が実施されている。別々の委員会であることで異なる分野の専門性と目的を持つことが有用だ。米国の FSOC には見習うべき点はない。マクロブルーデンス当局も運営の独立性が重要であり、FPC は長期的な目的が必要である。

・ターナー：FPC が手段として LTV 操作権限を持つかは議論があり、BOE を政治化するとの反対もあった。だが、金利での制御は非効率である。2つの委員会は有用だと思う。

・エイドリアン：英国に対する FSAP（金融セクター評価プログラム）で IMF は、マクロブルーデンシャルな目的は適切に定義され、FPC への追加手段の付与、独立性など制度的枠組みは優れていると評価した。

・ポールズ：IMF は、独立性は常に良いと考えているが、マクロブルーデンス政策での FPC の独立性では財務省が（責任を負わず）フリーランチを得ることになる。

・エウリアン：非伝統的な政策のことを考えると、金融政策とマクロブルーデンス政策には重なる部分が少なくない。両者の情報共有・意見交換は有用である。グローバルにみると主要な中央銀行が非伝統的金融政策からの正常化を行うことの影響に注意すべきだ。

Q&A の概要（参加者からの質問とパネリストの回答）

Q：FPC と MPC では説明責任（個人の説明責任も含め）に違いがあるのだろうか。

A：FPC は議事要旨の公表など MPC と同様な説明責任を果たしている。また、我々は可能な限りコンセンサスを達成しようとするがグループシンクの回避には注意している。CCyB に関する投票を始めることで FPC は新たなフェーズに入る。個人の投票も開示する。

Q：住宅ローンと担保付きの（個人）小企業貸出を分別できるのだろうか。

A：リスクウェイトでは住宅ローンと企業向け貸出の差の大きさに注意すべきである。

A：ストレステストを用いることで銀行のリスクウェイトの適否を検証できる。

Q：MPC と FPC が別々に行動することが適切だろうか。

A：インフレーションターゲットは金融安定を気にしないことではない。中央銀行はダウンサイドリスクに注意し、金融緩和はリスクテイクに影響する。2つの委員会は会話をすべきだが、意思決定のガバナンスは別の問題だ。目標が別であれば各々が責任を負うべきだ。

Q：情報共有について、2008年に MPC の外部メンバーは（危機の）十分な情報を持っていなかったのではないかと。状況は改善したのか。2つの委員会の相互依存関係は？

A：情報共有は十分だと思う。週末に危機が生じたら FPC の会合は間に合わない。破綻処理枠組みを作るのが FPC の役割である。今ではストレステストの結果なども共有されている。2つの目的には2つの手段が必要だ。お互いの影響や行動を理解すべきであり、金利の下限など1つの手段が制約されたらそれを踏まえて判断すべきだ。

V. 基調講演 1：ゴードン・ブラウン（元蔵相・首相）

1. はじめに

民主主義社会では、専門性と説明責任と効果的なリーダーシップの適切なバランスが必要である。振り返ると、財務省が金利設定の権限を手放していなければ、過去 20 年のインフレ抑制という結果は得られなかっただろう。

2. 独立性を決めた背景と政策運営枠組み

BOE の独立は予想されたものだったと考えるかもしれない。だが、90 年代にサッチャーやメージャーは独立に反対だったし、労働党は歴史的には BOE の独立に反対していた。ERM（欧州為替相場メカニズム）崩壊後の 1992 年~97 年では、インフレターゲットに基づきインフレレポートなどで BOE の専門性を活用し、よりオープンに金融政策を決定するやり方が満足なものとされていた。私は、独立を求める圧力を感じていなかった。我々の決定は政治的圧力によるのではなく、それが英国の利益になると判断したからだ。

1995 年にエド・ポールズの協力を得て問題を考え始めた。近視眼的な経済政策が問題を引き起こしていた。雇用と成長を促すためには 1 つの機関（財務省）が財政・金融政策を担うべきだという考えが主流だった。だが、完全雇用と成長には経済の安定が必要であり、長期的視点が必要だというのが私の考えだった。そのため、BOE の目的（物価の安定と雇用）の制定と物価の安定を対称的に評価することが必要だと考えた。

説明責任と専門性および政治的なリーダーシップのバランスが必要であり、政府がインフレターゲットを設定して議会で報告し、BOE が金融政策の運営について明確な責任を持つことが望ましいと考えた。また、MPC を設立して独立した専門家を迎え、BOE が活用できる専門性を拡充し、1 人 1 票の投票による意思決定を導入した。正統性のためオープンなシステムが必要であり、BOE の運営の透明性が求められた。議会（財務省特別委員会）では、委員の選任などについて評価を行うことになる。こうしたモデルは 1995 年に我々が考え、英国の金融政策枠組みとして長く続いているものだ。

3. 運営上の独立性への移行

1995 年にこの枠組みを提案しなかった理由は、金融政策の政治化を避けるためだった。総選挙前に提案していれば、選挙前の金融政策の議論は政治的なものになっていただろう。

総選挙直前の月曜日、BOE の独立を選挙後直ちに実行すべきだと判断、火曜と水曜にエド・ポールズが独立性付与のレターの原案を作成、木曜（選挙当日）にトニー・ブレアと会って了解を得た。金曜に初めて財務省を訪れてバーンズ次官にレター原案を渡した。彼は、タイプし直して BOE 総裁に送り、土、日、月で具体的な計画を検討した。

官僚からは適切な手続き（閣議や委員会での討論と承認）について議論があったが、直ちに始めることが望ましいと考えた。火曜の記者会見で 0.25%金利引き上げと BOE の金融

政策運営の責任を公表した(質問は金利引き上げについてばかりだった)。後から BOE の運営上の独立について追加説明をした。

2つできなかったことがある。1つは、バンク・オブ・イングランドをバンク・オブ・イングランド、スコットランド、ウェールズ、北アイルランドに変更することだった。だが、それには千以上の法令改正が必要だった。もう1つは、Fed と同様な目的の設定だったが、インフレの目的達成を条件に成長と雇用を追及することになった。また、アラン・バッドの提言でオープンレター・システムを導入した。その後の推移をみれば目標は達成されている。グローバルな経済環境や中国からの供給の影響もあるが大きな称賛に値する。

4. 独立性の意義と残る課題

2点を指摘したい。1つは、以前のような蔵相と総裁の月例会合を続けていたなら、BOE 総裁と労働党政権の蔵相が対置され、何をしても、両者の関係がいかによくて、両者のやりとりは常に綱引きと報じられることが避けがたかっただろう。

もう1つは、ユーロに関する議論の変化だ。BOE 独立前のユーロに関する論争は、英国の相対的に不安定なシステムを放棄しユーロによるアンカーの提供を受けるかであった。だが、BOE の独立により安定して英国の成長を促すシステムと安定した欧州のシステムとの議論になった。BOE の独立は、技術的成功ただだけでなく多くの問題を排除した。

BOE の独立で英国を長期的な経路に据えられたことが重要であり、財務省は、生産性や雇用や貧困に関する長期的な問題に集中できた。BOE は運営上の責任を持ちインフレーターゲット達成を妨げられない。ここで話を終えれば、偉大なサクセスストーリーである。

専門性と説明責任の必要性とリーダーシップの必要性のバランスが重要である。2017年に何が起きているかに照らせば、必要な変化を明らかにできる。FPC の対応と行動は高く評価したいが、英国が危機に直面した場合を考えれば欠けているものがある。BOE に多くを求めすぎ、専門性とリーダーシップの適切なバランスを忘れている。政府しかリーダーシップを担えないことがあり、BOE と財務省のジョイント・ストラテジック・オーバーサイトグループがないのは間違いだ。例えば、住宅市場の様々な問題は金融危機の原因になるが、住宅市場の需給バランスに責任を持てるのは政府であって BOE ではない。

5. 政府の役割と政策協調の検討

危機の場合には財務省と BOE が協力するしかない。以前の3者体制よりも正式なもので、だれが何をしているか分かることが必要だ。BOE と財務省のジョイントシステムに加え、FPC が正式なオープンレターによって、問題が何であり FPC ができることとできないことを明確にすることはいいアイデアだろう。BOE なしには金融安定は達成できないが、BOE と共に活動する政府が必要である。BOE を過度に問題にさらすべきではなく、政府は責任を放棄すべきではない。

再検討が必要な第二の点は、財政政策との協調である。2008年にBOEは5%の金利を維持し、10月に国際協調で4.5%に引き下げたがFedは1.25%にした。米国と英国の違いはほとんど信じ難いものだった。私は経済危機に際して受け入れ難いと思っていたが、BOEの独立性を保つため公に不満は言わなかった。だが、その数か月後にBOEは財政アクティビズムについて発言し始めた。米国でバーナンキは、財政政策が動かないためQEを開始していた。こうしたことが続くなら、BOEの独立性は維持できないかもしれない。独立性を守るために注意深くあるべきだ。財政政策は議会と国民に対してのみ説明責任がある。

第三は、世界経済の問題である。FSB（金融安定理事会）は、自己資本、いっそうの透明性、デリバティブズへの対処、シャドーバンキング対応のロードマップなどを実施し、金融危機が提起した問題への対処が行われている（カーニー議長の貢献は大きい）。だが、次の金融危機はアジアの債務で起きるかもしれない。中国には対応する資源があると思うが他のアジアはないかもしれない。危機が起きたら、誰が誰にどんな条件で債務を抱えているのかが分かるだろうか。安定性維持の判断の根拠となるグローバルなデータがあるだろうか。十分な早期警戒システムや問題に対応する協力体制があるのだろうか。

これはFSBの失敗ではなくG20の失敗だ。危機が起きていないときこそ、協力が必要である。だが、米国での規制の後退をみても、金融危機への対応手段は後退が生じている。自己満足や問題に気づいてないことによる危険が進んでいる。だからこそ、専門性と説明責任の必要性和効果的なリーダーシップのバランスが重要である。専門性は働いているが、G20のリーダーシップは有効に働いていない。

6. グローバル化の不安、専門性とリーダーシップのバランス

グローバル化は大きな機会を生み出したが、同時に多くの人々が不安感も感じている。人々は職へのリスクを感じ、技術と競争により賃金が停滞していると感じ、子供たちの将来を見通せないでいる。あるIMFの会合のとき、人々がワールドワイドキャンペーン・オブ・アンチグローバルイゼーションという標語を掲げているのをみたことがある。

専門家だけではなく選挙民に答える政治家が、適切に協力しなければならない。専門家と政府の効果的な関係からリーダーシップが生み出されなければならない。専門家によって問題が解決できるとの考えには説明責任が伴わなければならない。さもなければ、BOEや政府やEU、G20から支配を取り戻そうという運動が続くだろう。

BOEは過去20年間に卓越した成果をあげてきたが、民主的なプロセスで管理しなければならず、専門家は人々への説明責任を果たさねばならない。問題を解決する有効なリーダーシップが必要である。

Q&Aの概要

Q：インフレーションターゲットの変更について（経験も踏まえて）どう思うか。

A：92年以前はインフレターゲットが維持されると思われていなかったが、賃金交渉はインフレターゲットの影響を受けるようになった。独立した機関によるインフレターゲットの確実性が行動の変化をもたらしたのだ。ターゲットの変更はこうした点を考える必要がある。2.5%から2.0%への変化は技術的に正しいものだったが、その実施には社会保障への影響などの問題があった。だが、実施は円滑であり、より早く行えたかもしれない。

Q：M.キングの本についての感想を聞きたい。

A：総裁であれば限界を認識すべきだったが誤解があった。選挙で選ばれたのではなく任命されたのであり付託された権限は金融政策である。目標は対称なインフレであり、危機の最中に武器の一つ（財政政策）の利用を止めるべきだとなぜ主張したのか理解できない。

Q：何故、BOEの銀行監督を分離したのか？

A：誤解があるようだが、BOEは金融安定の戦略を考える責任を担っていた。分離されたのは、日々の銀行監督でありFSAは実務執行機関として考えられた。財務省が3者機関を運営するというものだ。私の理解では、協調の枠組みではなくその実施に問題があった。FSAも財務省も失敗したという評価だが、BOEも金融危機を予期はできなかった。BOEが全責任を負うというのは現実的ではない。もし、また危機が来たらBOEと財務省が協力すべきである。