

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（下）
－物価の安定と金融システムの安定－

平成 30 年 5 月 28 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（下）

－物価の安定と金融システムの安定－

（要約）

本稿は（上）に続いて、バンク・オブ・イングランド（BOE）の独立性 20 周年コンファレンスから、中央銀行の独立性の国際的な検討と独立性の将来に関するパネルの議論をまとめ、スタンレー・フィッシャーFRB 副議長（開催時）とクリスティーヌ・ラガルド IMF 専務理事の講演、マーク・カーニーBOE 総裁の閉会の辞の概要を紹介する。

第四のパネルでは、アダム・ポーゼン（ピーターソン国際経済研究所長）が国際的な観点から中央銀行の独立性の成果を検討し、独立性がインフレ低下に及ぼした貢献が過大評価されているとの指摘があった。中央銀行の信頼性は、制度によるものではなく、独立性と形態は各国それぞれで特有である。

金融の規制・監督とマクロプルーデンス政策の全てを中央銀行が担うべきとは限らない。また、できる限り裁量的な要素を少なくしてルールに基づくべきである。金融安定では目標の独立性が追求されやすいが、裁量が多すぎるのは信頼を損ねることにつながる。

パネル参加者（新興市場諸国の中央銀行メンバー）からは、独立性は財政支配を回避しインフレを抑制するために有益だったとの指摘が多くみられた。

第五のパネルでは、ウィレム・バイター（シティ・グループ、グローバル・チーフエコノミスト（開催時））が、独立性を維持できるかを取り上げて悲観的な見解を表明。中央銀行の役割が広がり過ぎると何か失敗を犯す可能性があること、金融安定の役割や疑似財政的な政策では分配への影響が避け難く政治的な批判を受け易いこと、中央銀行が様々な問題に発言することもリスクが伴うことが指摘された。独立性を保つには、金融政策と LLR（最後の貸し手）などに機能を絞り、金融安定での役割は縮小すべきとの問題提起がされた。インフレの記憶が薄れて中央銀行の独立性への支持が弱まる一方、ポピュリズムが高まりエリートへの反発が強まるなど、中央銀行の独立性の維持は難しくなっている。パネルメンバーからは説明責任の重要性が指摘され、また、中央銀行のような機関は時代と共に変化することが必要とされた。ただし、役割の縮小や分配問題などへの発言については、メンバーの中でも意見が分かれ、人々の懸念を聞くべきだとの主張もあった。

スタンレー・フィッシャーは基調講演で、民主主義社会では目標の独立性は好ましくないと指摘、また、政治家とのプライベートな議論は有用だとした。90 年代以降、中央銀行は大きく変わったが、手段の独立性支持と目標の独立性への反対は今でも妥当だとした。手段の独立性は、金融政策が難解で複雑な技術だからであり、独立した中央銀行は、“重要な政策決定を行う者の説明責任の原則”に従うべきである。

政策手段としてフォワードガイダンスと資産購入が大規模に用いられ、また、金融危機では LLR 機能が活用されたが、担保取決めなどの損失回避の保護措置と厳格な適格性基準を伴うべきである。金融政策だけでは、金融安定と経済安定との対立が生じかねない。マクロプルデンシャルな手段の使用は、より直接的で適切かもしれない。

金融危機およびその後、中央銀行は手段、制度及び考え方を再評価し調整したが、将来の課題は更なる改革を促すだろう。このゲームに終わりはない。中央銀行家は、「常に油断なく」と「できないとは言わない」を座右の銘とすべきである。

クリスティーヌ・ラガルドは、2040 年を展望し金融業と中央銀行の環境変化、課題を論じた。まず、仮想通貨をとりあげ、様々な技術的課題が克服されれば、自国通貨が不安定な国が米ドル等の代わりに仮想通貨を導入する可能性があるという指摘、ドルとの 1 対 1 での発行やマクロ経済を反映する“スマートルール”で管理でき、既存通貨と金融政策に挑戦するかもしれない。次に金融仲介では銀行サービス解体の可能性がある。中央銀行は大手銀行を通じた市場操作で資産価格に影響を及ぼすが、銀行が重要でなくなればカウンターパーティを増やさねばならない。規制実務も変わり、新しいサービス提供者が登場すれば当局は金融機関から金融活動へ規制対象を広げねばならず、アルゴリズムの健全性やセキュリティの評価のエキスパートになる必要がある。

加えて、AI が大きな進歩を遂げている。リアルタイムの予測や複雑なマクロ金融の連係を見だして政策当局を支援し、大きな役割を果たすだろう。ただし、コミュニケーションの問題がある。最良の機械を用いても目標を外すことはあり、危機は生じる。説明責任が鍵でありそれなしに独立性はありえない。人間の役割は残っている。課題は数多いが、我々には全ての人のためになる技術と経済の未来を作る力があると信じる。

カーニー-BOE 総裁は閉会の辞で、独立性の成果を評価し以下の留意点を指摘した。①国民の関心や記憶の変化で独立性への動機付けが変化する。②様々な構造変化の影響に注意すべきであり、膨大な政府債務は中央銀行の独立性を脅かすとの指摘があった。③物価安定に対処する組織が金融安定にも適切か議論があったが、FPC には法的な責務がある。

金融安定の分野では成功は孤児であり、どんな危機をどの程度防げたのか分からない。これへの対応の一つがストレステストであり、ストレステストの結果は大半が公表されている。金融安定の体制面では FPC が下部組織となる構造なども論じられた。だが、私の経験では、そういった構造には多大な時間的非整合性の問題があった。

その他の論点では、①中央銀行が何かで失敗すれば、他の分野にも影響し信頼性が打撃を受ける。そのリスクと統合のシナジーによるベネフィットを比べる必要がある。②多くの分野に対するコメントでやり過ぎるリスクがある。③正統性とコミュニケーションの問題があるが、金融部門が十分機能していないことについて認識不十分でないかに注意すべきだ。我々の役割は限られているが、実体経済で何が起きているか認識すべきである。

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（下）

－物価の安定と金融システムの安定－

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、コンファレンスの 2 日目に行われた 2 つのパネルディスカッション（全体では、四番目、第五番目）の概要をまとめ、合わせてスタンレー・フィッシャーFRB 副議長（開催時）とクリスティーヌ・ラガルド IMF 専務理事の基調講演、マーク・カーニーBOE 総裁の閉会にあたってのコメントを紹介したい。

四番目のパネルでは、中央銀行の独立性に関して国際的な観点から検討が行われた。アダム・ポーゼン（ピーターソン国際経済研究所所長）の基調報告は、独立性の成果を過大評価すべきでないという指摘、一方、新興市場諸国の中央銀行総裁がその効果を主張している。

五番目のパネルは、中央銀行の独立性が損なわれる可能性を取り上げ、ウィレム・バイター（シティ・グループ、グローバル・チーフエコノミスト（開催時））が基調報告で中央銀行の活動、総裁等の発言について問題点を論じて独立性の維持に疑問を提起し、パネル参加者からは国民の支持獲得に関して多様な議論が行われている。

II パネルディスカッション：独立性の国際的な経験とモデル

1. 基調報告：アダム・ポーゼン（ピーターソン国際経済研究所、所長、元 MPC メンバー）；

論争の渦中へ、傍観せずに～中央銀行の独立性の国際的な歴史の観察

(1) はじめに

独立性についての制度面や抽象レベルでの議論が多いが、実際の政策運営プロセスに十分な焦点が当てられていないと思う。まず、ホールデン BOE 理事の 4 つの質問への答えを要約すると表のようになる。

ホールデンの質問	証拠／経験
1. 様々な中央銀行の独立性モデルの経験は？	1. 中央銀行の独立性が経済的成果に及ぼした影響は、過大評価されている
2. 様々な中央銀行の独立性に関する政治・法律上の取決めの利点は？	2. 法律上の枠組みについての相違による、一貫した影響はほとんどない
3. 中央銀行の独立性は、1990年以降に広がった経済的な変化にいかに対応しているか	3. 独立性には隔離の意義はあるが、反インフレの保守主義としては働いていない
4. 中央銀行の独立性の経験は、中央銀行が金融安定に関する決定を管理するという判断に、どんな情報を提供するか	4. 中央銀行は責任を問われる。ルールに基づくことを評価する時間的非整合性の議論は、物価安定よりも金融安定に妥当する

出所：アダム・ポーゼン作成資料

(2) 中央銀行の独立性の様々なモデルの経験

独立性は契約メカニズムであり、正しい契約をすれば（どこでも）インフレを下げられると考えられているようだが、実際には異なる。イタリア政治学派と同様な誤謬だ。「イタリアに欧州の制度を導入すれば、イタリアはスウェーデンになる」ことはない。

実証的には中央銀行の独立性は、各国でインフレ抑制にかなり成功した後で実施されている。各国の中央銀行の独立性の違いは、全般的なインフレ率低下をあまり説明できない。また、主要国では、インフレ率低下の相違が、かなり少なくなっている。

総裁の自律性や任期などの中央銀行の法律上規定は重要で、金融政策の遂行に適した人物を任命するか否は、中央銀行の有効性に影響する。ただし、中央銀行の独立性が低くても（例として日銀）インフレ期待への影響は少ない。各中央銀行は政治的環境と独立性へのリスクを考慮している。法律上もっとも独立性が高いのは ECB だが、ECB も状況を考慮して政策を調整している。米国では、QE 反動を招き FRB の能力が縮小されている。

(3) 中央銀行の独立性に関する様々な政治・法律上の取決め

中央銀行の信頼性は主には制度によるものではない。逆に、制度変更で信頼性が失われるのでもなく一度信頼性が得られれば粘着性がある。各国での独立性と特定の形態は、それぞれに特有で支持が必要である。唯一の有効な制度的要因はなく時に応じて変化する。

マンデートも変化しうる。ECB は 2% の目標が決められているが、スイスやニュージーランド、Fed のマンデートは物価安定だけではない。目標設定には様々なプロセスがある。マンデートを守ることには意味があるが、固執するものではない。中央銀行がマンデートから外れることには良い理由も悪い理由もある。委員会の構造や委員会の投票者の相対的な権限の強さや明示的な投票の実施は、経済的な結果の違いをあまりもたらしていないが、政治的な正統性には重要だと考えられる。

先般の金融危機に際して ECB と FRB がとった対応でも状況による違いがみられる。単純化していえば、FRB の行動は公的債務購入に限定されてきた。民間債務の購入は違反行為とみなされ、エージェンシー債購入も議会から批判された。これと正反対に、ECB は（フランスの銀行債券など）民間債務の購入が選好され、政府債務の支援（購入）は違反行為と考えられた。マンデートが同様な場合でも、政治的な文脈が重要である。

金融政策と財政政策の協調は単純ではない。財政の補償があるか否かは基本的な問題ではない。BOE は QE 実施に際して政府の補償を得たが、FRB には補償はなかった。一方、ECB や日銀は金融政策手段の選択に際して、資本の毀損を気にしていた。中央銀行の資本が問題になるのは、政治家がそれを利用する程度による。独立性は、広い政治的な視野で考えるべきだろう。財政政策を批判することに明確な規則はないが、私は、短期的な財政政策にコメントするには反対だった。政治的に解釈されることが避けがたく、BOE が攻

撃を受けやすくなるからだった。だが、各国の状況によって見解は異なる。新興諸国の場合には、財政政策を批判することが独立性の長所とみられる場合もある。

(4) 中央銀行の独立性、1990年代以降の変化への適応

中央銀行の独立性は70～80年代のインフレに対応したものだが、今は異なる問題に直面している。中央銀行の独立性を再検討する必要がある。低インフレ症候群（低インフレだけでなく生産性や賃金の低さや歪み）を考えると、単なるインフレターゲットは誤りである。インフレを戻すことは困難であり、賃金の低迷が続くと政治の安定が失われる⁽¹⁾。

金融政策の分配面への効果では、低金利は貯蓄者に不利になるといった適切ではない議論もあるが、人々が金融政策の分配面への影響を認識するのは、金融危機やQEに限らない。かつてのように、金融政策は経済の集計量のみを扱い、分配には立ち入っていないというのは正しくない。中央銀行は政策の効果によって（たとえ正常な、伝統的な政策でも）分配についての選択も行っている。この点に面と向かっていくべきだろう。

(5) 中央銀行の独立性と金融安定の判断

金融の規制・監督とマクロブルーデンス政策を、だれがどれだけ担当すべきだろう。全てが中央銀行に帰すべきとは限らない。また、マクロブルーデンス政策や規制・監督からは、できる限り裁量的な要素を少なくしてルールに基づくべきだと思う。

金融安定に関しては様々な制度モデルがあるが、金融危機をみれば結果での違いは大きくはない。もちろん、良い監督はあるし自己資本規制は重要だし、どんな手段も効果がないというのではない。だが、インフレターゲットのように、一つの手段で一つの目標といった単純さはない。金融安定はより複雑であり、中央銀行による金融安定の担当では、目標の独立性を追求しがちになる。だが、デベルやフィッシャーが論じたようにそれは誤りである。多すぎる手段について裁量が多すぎることは、信頼を損ねることにつながる。

中央銀行の独立性がインフレに関しては規則と裁量の間中に位置するなら、金融安定では規則の側の端の近くに位置すべきである。

(6) 中央銀行の独立性の将来についての提言

独立性に関する提言をホールデンの問いに沿ってまとめると表の通りである⁽²⁾。

1 ボーゼンとオリビエ・フランシャル（IMF 前調査局長）は、2015年12月15日付の日本経済新聞への寄稿で、日本は「賃上げを促す強力な施策を講じ、債務負担減へ積極的なインフレ誘発策をとるべき」と論じている。

2 ボーゼンは「我々を定義するのは我々の発言や考えではなく、行動である」との言葉をジェイン・オースティンの小説からの引用として紹介し報告を締めくくっているが、この言葉は当該小説にはない模様。

図表2：将来の中央銀行の独立性への提言	
証拠／経験	進むべき道
1.中央銀行の独立性が経済的成果に及ぼした影響は、過大評価されている	1.誤解による精度を、信頼性についての議論に置き換える
2.法律上の枠組みについての相違による、一貫した影響はほとんどない	2.金融政策の投票者に自律性を与えれば（中央銀行に外部の支持があるなら）結果が得られる
3.独立性には隔離の意義はあるが、反インフレの保守主義としては働いていない	3.司法、軍事、気象専門家などの専門性の役割と共通するものであり、そう主張すべきである
4.中央銀行は責任を問われる。ルールに基づくことを評価する時間的非整合性の議論は、物価安定よりも金融安定に妥当する	4.マクロブルデンシャル政策と金融監督の複雑さに関して、中央銀行の裁量は削減すべきであり、結果に説明責任を負うべきだ

出所：アダム・ポーゼン作成資料

2. パネルディスカッションでの主な発言・指摘

・シャフィク：金融政策の決定を非政治化することが重要だ。ポーゼンは、置かれた文脈が大切だと論じ、独立性について注意すべき点を指摘した。金融危機後に中央銀行は、完全にテクノクラートの役割だけをしているふりをするのは難しくなっている。3人の中央銀行メンバーから現実を踏まえて、各国での経験を話してもらいたい。

・カルステンズ：メキシコなど新興国の経験は少し異なる点があり、独立性・自律性には主要な役割がある。通貨供給の乱用を防ぎ政府ファイナンスを防ぐため、政府がマネタリーファイナンスに依存しないと宣言することがとても重要だ。1、2杯のテキーラは問題ないかもしれないが、20杯飲めば病院に行きになるのと同じだ。気がつくともハイパーインフレになっている。20世紀のメキシコでは1910年の革命時にハイパーインフレが起きた。

金融政策への財政支配（フィスカルドミナンス）を避けるには、社会のコンセンサスが不可欠だ。社会契約は様々だが、メキシコでは憲法レベルであり中央銀行は多大な力を得た。ラテンアメリカではインフレ引き下げにこうした決定が必要である。ただし、中央銀行は政府の一部であり責務の達成を踏まえた政府との協調・対話は忘れてはならない。為替政策は重要で、共同責任である。金融部門の監督を1つの当局が行うのは難しく多くの協調が必要だ。もし、そうした協調がなかったら、適切ではないと指摘すべきだ。中央銀行は明瞭なマンデートを持つ機関であり、はっきり発言しなければならない。

・フラッグ：イスラエル中央銀行は1954年に設立され、金融政策を担い、政府の経済アドバイザーとされた。90年代に制度変更が行われ、為替制度は徐々に変動制に移行し、1992年に実質的なインフレターゲットが適用された。2010年の新しい法律で目標と目的が明確化され独立性を得た。中央銀行は物価安定を目標とし、他の政府の経済面での目的を支援し、金融安定を支援する。主な機能は、金融政策、外貨準備の管理、銀行の規制・監督（健全性と行為）とマクロブルーデンス、紙幣・硬貨の発行、決済システムの規制・監視であり、中央銀行内部で議論はあったが政府への経済アドバイザーの役割は維持している。

金融政策委員会が設立され、内部から3名と外部委員3名、投票が同数の場合は総裁が決定権を持つ。新しい枠組みで中央銀行は政策手段の独立性を持った。マクロブルーデンス政策を使用できるため、金融政策は物価安定に専念できる。過去3年、インフレが目標比で下振れ、為替レートは増価し住宅価格上昇が続いた。成長と低失業率、賃金上昇が続いている。こうした経済情勢に対し、低金利を維持しつつ若干の為替介入を行い、LTV上限規制や自己資本規制強化などのマクロブルーデンス政策手段を活用した。

独立性への制限としては、為替介入での財務省への報告や許可、外貨準備管理での合意の必要性がある。また、中央銀行の賃金は政府の許可と監視の対象だ。政府や議会と摩擦がある分野だが、経済アドバイザーの役割では財政について長期的視点を提供している。銀行規制やマクロブルーデンス政策は政府がやりたがらない。なお、政府や議会による消費者関連分野での競争促進は金融安定への影響があり、対話と説明が不可欠である。

・クガニャゴ：南アフリカでは独立性は民主化の一環であり、アパルトヘイト時代には選挙前の利下げなど金融政策が乱用された。独立性は憲法に基づく原則で担保されている。目的は通貨価値の維持と持続的成長である。マンデート変更には議会の3分の2多数決が必要である。中央銀行は目的達成のために独立して活動する。規定では他の中央銀行が通常は行わない活動が認められるが、活動は法律で定めねばならず憲法上の一義的なマンデートで制約される。物価安定目標に反しなければマンデートの拡張はできる。変化する社会ではマンデートに沿って人々の期待に応えることが必要である。なお、独立は国家の中でのものであり、マンデート遂行にあたっては財務省との定期的な協議が求められる。

南アではインフレターゲットは、デットサービスコスト抑制を目指した財務省の要請で導入された。合わせて物価連動債が導入されている。ターゲットは財務省と中央銀行が協議する。ターゲットはナショナルコンセンサスであるべきである。独立性は説明責任と共にあり、社会が中央銀行の役割を理解しなければならない。金融安定はその定義が難しいが、マンデートに金融安定を加える点についての議会での議論の結果、物価安定が一義的であり同列にはなり得ないとされている。

・シャフィク：3人の話をポーゼンの基調報告と対比すると、①過去のインフレと金融政策乱用の経験から、新興国では独立性は価値がある。②独立性は価値があるが、その具体的な性質は各国で異なり、先進国とは中央銀行の機能・役割に違いがみられる。

・ポーゼン：①には同意したい、②は、文脈で固有だという私の主張と共通すると思う。

・シャフィク：金融政策はテクノクラートのだが、マクロブルーデンスや財政に関する助言はより政治的な側面がある。これらへの関与で金融政策に問題が生じないだろうか。

・クガニャゴ：必ずしもそうは思わない。南アフリカでは政府への助言の機能は、民主化への移行に際して外した。政府自身がそうした機能を備えられたら中央銀行が担う必要はない。ただ、助言をする場合であっても金融政策で譲歩することはない。

Q&A の概要（参加者からの質問とパネリストの回答）

Q：各中央銀行が購入できる資産の種類は様々に異なる（国債のみ、社債、株式など）。政策の影響力が高まる一方、中央銀行がリスクに曝される。バランスをどう考えるか。

A：強力な手段があり、重要な論点になっている。極端な状況では極端な規則が必要になる。マンデートを達成するための戦略を見つけ出さねばならない。また、各国の金融市場でどんな措置がとれるかに依存する。過去 10 年では異常な状況があり、中央銀行は限界まで求められた。チャーチルの映画の中での、アイゼンハワーとモンゴメリーの D デイについての会話は“とてもひどいリスクだ”、“だが、我々にできる最善のギャンブルだ”。中央銀行も同様だった。結果は得られた。大切なのはマンデートの範囲だったか否かだと思う。

A：小国の場合には、外貨の購入も QE の一形態になることがある。

Q：BOE の独立性獲得で、英国債利回りが大きく低下した。他のデータ分析からみても（ポーゼンの主張より）独立性の効果は高いのではないか。

Q：ヘリコプターマネーは、現行の枠組みでもできるのか？

A：社会との対話が重要で役割を理解してもらうことが重要だ。我々がマンデート達成に成功すると、社会からより多くが求められる。中央銀行ができないことを説明すべきだ。

A：物価安定と財政支配の問題点には合意があると思う。金融安定の問題は複雑で、その手段は所得分配により直接影響するため、異論が多い。だが、近視眼的な政治家が適時に行動しない分野でもある。この分野はより国民と対話し透明性を持たねばならない。

A：中央銀行はその成功の犠牲になることがある。先進諸国では、通貨価値の安定は当然とされている。人々は失うまで持っているものの価値を理解しない。中央銀行は人々に物価安定と金融安定を説明することが重要である。ヘリコプターマネーや QE などの政策は、極端な状況で求められるものだが、成果が得られない可能性もある。

A：英国の場合、当時の労働党政権は、発足時に債券市場から評価されていなかったと考えるべきだ。ヘリコプターマネーが機能するとは思わないが、金融政策と財政政策が協調することは排除されない。ただし、（テキーラの比喻を借りると）、友人との乾杯で飲むのならいいが、机にテキーラのボトルを置くのは問題だ。

・シャフィク：テクノクラートとテクノクラシーへの信頼が低下している。政治的な時期であり、金融危機の遺産が中央銀行を危険にさらしている。危機の時にやったことは正しかったと思うが、もう一度やりたいとは思わない。正常な政策への復帰を望みたいが、昔には戻らないかもしれない。中央銀行にはテクノクラシーと政治からの隔離の提供が有益だったが、そのバランスが変化し中央銀行への政治的要請は異なるかもしれない。

Ⅲ. パネルディスカッション：中央銀行の独立性の将来

1. 基調報告：ウィレム・バイター（シティ・グループ、グローバル・チーフエコノミスト（当時）、元 MPC メンバー）—中央銀行の独立性：幻想と神話³⁾

（1）独立性を正当化する根拠の検討

現代の中央銀行の独立性は 1989 年のニュージーランドから始まった。独立性は政策運営の独立を意味するが、Fed や ECB は目標（数値）設定の独立性も持つ（BOE は持たない）。中央銀行の独立性と財政政策との協調は整合的であり、独立性は蔵相の電話に答えないことではない。政治家の要請を拒否する権利であって拒否する義務ではない。

中央銀行の独立性はコミットメントの問題（時間的非整合性）を解決するのだろうか。可能な解釈は、政治家がたまたま事前コミットメント能力を持って事前コミットメント可能な制度を構築したことである。中央銀行の業務が複雑で技術的なことが独立性の理由とされることもあるが、独立性は必ずしもこの問題を解決しない。

私の考えでは、中央銀行の独立性は長く続いたインフレに対する政治的反応だ（失業減少でも利点がなかった）。だが、低インフレが自然な状態になったため、中央銀行の独立性によるコミットメントに価値があると思われなくなっており、独立性を脅かしうる。

（2）中央銀行の独立性と関連してきた点

中央銀行の運営上の独立性に伴ってしばしば規制・監督権限が奪われている。BOE がその例であり、ECB も条約や法令で金融安定が参照されるのは、関連機関の業務遂行への貢献という点だけだ。ただし、日銀では「信用秩序の維持」が目的の一つで、米国も連邦準備法が LLR を含む金融安定の問題を扱う。中央銀行の独立性の時代には大いなる安定が続き、金融の不安定（LLR などの必要性）は、しばしば歴史上のものとされた。“グリーンパンの思い込み”だが、金融安定は放っておいても何とかなるがコンセンサスだった。

（3）中央銀行の活動、権限、責任の範囲と規模の拡大

国際金融危機以降には、中央銀行の責任、権限、活動が大幅に増大した。

①安定化政策

伝統的な安定化政策の分野でも、財政政策は政治的理由や過剰債務により活用されず、金融政策が唯一の手段となった。だが、金利が下限になり金融政策の効果も限られるようになった。ヘリコプターマネーについては、ユーロ圏や米国では条約や政治的理由で難しく、日本では財務省が反対した。ただし、英国では財政政策との協調は可能である。

3 バイターは、独立性の将来に悲観的である。なお、基調報告は後半がやや時間不足気味になっているため、結論部分などは、配布資料を参照して概要をまとめた。

金融政策の技術的な有効性は様々である。ただ、中央銀行は価格と数量の両方を設定しようとしがちだったし、フォワードガイダンスは市場を混乱させることが多かった。市場を驚かせることを恐れすぎたり（特に Fed）、資産価格変動を気にし過ぎたりだった。

②金融安定政策

金融安定政策が再発見され、中央銀行の主要な責任となり、金融政策運営のみが中央銀行の機能ではなくなった。バジヨットが提唱した LLR が復活し、中央銀行は資金流動性（LLR）と市場流動性（MMLR～最後のマーケット・メーカー機能）供与、資産購入、担保受入れで流動性を供給したが、これが金融機関に対する疑似財政的な支援になって（価格や取引条件）透明性を欠いた。中央銀行の金融安定、監督・規制上の責任は拡張された。

また、英国では、中央銀行の規制・監督権限が急拡大し、FPC（金融安定委員会）、PRA（健全性監督機構）などが設立された。主要な機関では、FCA（金融行為規制機構）と FSCS（金融サービス補償機構）だけが BOE の外部にある。こうした権限の多くは、必要なら BOE の信用供与（財務省の保証）によって他の独立した機関でも遂行できるものだ。

中央銀行の疑似財政的な役割をみると、通貨発行益が大きくなっていて財務省が受益者である。また、ドルの高額紙幣は通常取引の利用は少なく違法な取引を助ける。暗黙の補助金による資産と所得の再配分は曖昧で不透明であり、説明責任は果たされていない。

（4）守備範囲、正統性と説明責任

中央銀行はその守備範囲を墨守していない。銀行の資本増強については 2010 年 11 月のアイルランドでの対応についての ECB 総裁の書簡があったし、2013 年にはイタリアで中央銀行が銀行の資本増強を支援した。財政政策に関する論争への関与（2014 年ドラギ ECB 総裁、2008 年バーナンキ FRB 議長）や構造改革（2014 年ドラギ ECB 総裁）、不公平に関する論争（2014 年イエレン FRB 議長）での発言もあった。さらに、憲法上の論議への積極的参加がみられた。スコットランド独立国民投票や Brexit 国民投票に関する発言（カーニー BOE 総裁）、カタロニア独立（ルイス・リンデ、スペイン中銀総裁）などである。

中央銀行はアウトプット（成果）ではある程度の正統性があるが、インプット（プロセスや手続き）の正統性はあまりない。インプットの正統性を強化すべきだ。ECB は報告義務や透明性を改善しているが不十分だ。金融政策の決定は投票で行い個々の投票を公表すべきだ。匿名性はマンデート侵害を起こしやすい。運営上の独立性は、中央銀行が金融政策当局の役割と LLR と MMLR の機能を持つ場合にも、理に適っている。監督・規制等のその他の役割は、独立した中央銀行として信頼されるには政治的過ぎる。

（5）中央銀行が独立性を失いそうな理由

- ・現代の中央銀行は疑似的な財政資源の管理が多すぎ、運営上の独立性は認められない。
- ・中央銀行／中央銀行家が、マンデートと能力を越えた政策分野に立ち入っている。

- ・多くの先進国で 25 年間も低インフレが続き、政治家と国民はそれを当然と思っている。
- ・金融政策の遂行は、せいぜい適度に有能だった。コミュニケーションは大失敗だった。
- ・ポピュリズムは、専門家、支配者層、エリートへの不信を意味する。中央銀行は、専門家、支配者層、エリートとみなされている。
- ・アウトプットでもインプットでも、正統性がむしろまれている。

(6) 提言～運営の独立性を持つ機関として存続するには以下が必要

- ・中央銀行は、LLR および MMLR を行う金融政策当局に業務を狭めるべきである。
- ・中央銀行が負う信用リスクは、国家が完全に保証すべきである（先進国では、中央銀行の資本を国家が保証する）。
- ・中央銀行は、主要なマクロブルーデンス、ミクロブルーデンス監督・規制当局であるべきではなく、預金保険や SIFI（システム上重要な金融機関）の資本増強に主要な役割を持つべきではない。
- ・再活性化された 3 者体制（米国では FSOC（金融安定監督協議会）の強化、ユーロ圏は ESRB（欧州システミックリスク理事会）に財政の代表が参加）が、中央銀行を含む全機関の金融安定政策を調整すべきである。財務省が主体となることで正統性がもたらされる。
- ・会計上、中央銀行は一般政府の一部となり、中央政府に連結されるべきである。
- ・商業上の秘密や市場への影響を考慮し適切な時間を置いて下記の情報を公表すべきだ。
～全ての中央銀行の貸出、レポ、リバースレポについて、カウンターパーティの名称とその保有者、価格、貸出・レポ・リバースレポの諸取引条件。期間や支払い条件、担保の性質、担保掛目などを含む。
～中央銀行による保証や金融面の支援は、その詳細な性質、受益者やその保有者の名称、独立して検証可能な公正価値。

(7) 結論

- 狭義の（オープンな説明責任を持つ）金融政策当局はよいものだと考えるが、残念ながらその場合でも、中央銀行の独立性は長くは続かないだろう。以下の点を指摘したい。
- ・財務省への明示的移転や疑似的な財政補助金と税を通じた暗黙の移転が避け難い。
 - ・低く安定したインフレの 25 年が、過去の高インフレの悪い記憶を和らげている。低インフレは当然と受け止められ、中央銀行の独立性が必要という信念は衰えつつある。
 - ・ポピュリズムが高まっている。
 - ・ヘリコプターマネーは、中央銀行がマンデートに反するなら拒否できる場合にのみ、独立性と整合的である。
 - ・だが中央銀行がヘリコプターマネーを拒否できても、政府はマンデートを変更できる。
 - ・一国の財務省と中央銀行が膠着状態でも、財政支配（フィスカルドミナンス）が行き渡る可能性は（ユーロ圏を除けば）極めて高い。

2. パネルディスカッションでの主な発言・指摘

- ・ブロードベント：インフレの経験は遠い過去のものとなり、政策運営が独立した中央銀行の必要性を人々が信じなくなっているのだろうか。
- ・ビーン：インフレの記憶が完全になくなったとは思わないが、成長率が弱まったため人々は金融政策を（インフレ抑制ではなく）別の目的に用いるべきだと考え始めている。
- ・フォーブス：米国では、いっそうインフレは記憶されておらず、物価安定を当然と思うようになっている。金融安定でも、5年、10年先には、また危機が起きると思わなくなっているかもしれない。自己満足を心配すべきだ。
- ・ウッズ：人々の記憶や過去の痛みに依存する機関は存在理由を保てない。近年、中央銀行は急速に権限を獲得してきたが、正当性がどう発展しなければならないかを考えるべきだ。BOEが独立したのは20年前だが、同じ20年前にダイアナ妃が亡くなった。王室の慣習を守るか、女王が弔意を表すことへの人々の期待に答えるかが議論され、結果として、英国臣民の女王は人々の女王へと変わった。中央銀行も変化しなければならない。
- ・ブロードベント：ポピュリズムは何を意味するのだろうか。既存の制度やエリートへの不信だろうか。
- ・バイター：ポピュリズムはファシズムへの一歩で、強いリーダーシップを求め、敵を見つけ（内部でエリート、外部は移民や外国）、多くの馬鹿げたことを主張している。
- ・ウッズ：ポピュリズムはエリートと人々のギャップの深まりを意味する。極右は政治的に、排他的ナショナリズム、多数決主義（少数の権利希薄化）、手っ取り早い手段の使用（国民投票の利用、抑制と均衡の軽視）、法の支配や独立した機関を汚す、などの要素を持つ。こうした状況では、公衆の支持が絶対的に重要だ。中央銀行は聖職者であってはならない。コミュニケーションが極めて重要であり、それによって抵抗力を持ち、生き延びられる。各国で政府への信頼が大きく低下しこれは経済成長の低下と相関するが、成長回復が答えになるのだが、格差の拡大や将来への不安が生じており答えにならない。中央銀行総裁は格差について語るべきだ。なお、20年前は85%の人々が中央銀行のような組織が提供する情報は正しいと思っていたが、今は15%に落ちている。85%は仲間内の情報を信頼する。人々との結びつきを再構築すべきだ。中央銀行はアウトプットの正統性が必要である。
- ・ビーン：中央銀行は聖職者のようであってはならないが、責務に集中することは必要だ。低成長、格差などの社会が直面する問題への金融政策の効果は限られる。中央銀行は、できることとできないことを説明すべきだ。より広いメディアを用いるべきだし、人々との直接コミュニケーションすべきだ。ソーシャルメディアも重要になっている。
- ・ブロードベント：米国でも Fed への敵意は増加しているのだろうか。
- ・フォーブス：米国もそうだ。少し異なる問題を取り上げると、中央銀行は有用な役割に集中すべきとの指摘があった。ピーターの法則が示唆するように（有能と評価された人物が新たな職責を担い続けた場合、やがて職責が果たせなくなるとそこに止まる）、中央銀行

が新しい役割で無能さに達する懸念がある。政治家は近視眼的に新たな役割を求めるかもしれない。役割が広がれば失敗の可能性が高まり、主要な分野の役割までが、損なわれかねない。

・ブロードベント：マーヴィン・キングが1997年に監督権限を失うことに甘んじた理由には、反インフレでの信頼が極めて重要だが、監督での失敗がそれを脅かすことがあった。

・バイター：独立性の維持には、規制・監督ではより少ない役割を担うべきだ。コミュニケーションは重要だが、格差への言及は金融政策やその効果に関連する点に限るべきだ。

・ウッズ：人々が懸念している問題をとりあげなくてよいのだろうか。人々の懸念に対して耳を傾けているのを示すことが、BOEの抵抗力に重要だ。

・ビーン：中央銀行の責任範囲外のことにはコメントするのは注意すべきだ。政府の代理人と見做されることもある。BOEが独立しているのではなく、機能に（異なる）独立性がある。金融政策や金融安定など機能毎に委任内容を明確にし、説明責任を明確に果たすべきだ。財政政策に関しては、S.フィッシャーが指摘したように蔵相との私的な議論が有効だ。また、重要な問題であっても、中央銀行ができないことは、はっきり言うべきだ。

・フォーブズ：MPCの活動には明確な目標がある。インフレターゲットの達成状況が重要だが、説明責任でも尺度がある。個人の説明責任を重視する文化があり、MPCの内外で個人の見解の表明が求められ、コンセンサスとの違いや予測の詳細を説明した。様々なミーティングに出席し、15の長いスピーチをし、5つのワーキングペーパーを書いた。

MPCと比べると、FPCの目的や手段は評価が難しい。意思決定はコンセンサスで行われ、用いる手段は説明が難しい。MPCのような運営をどう広げるのかが課題だと思う。

Q&Aの概要（参加者からの質問とパネリストの回答）

Q：中央銀行はインフレ抑制に専念し、対外的な発言はそれに関するものだけにすべきだという主張をどう思うか。また、他の中央銀行からの独立性をどう考えるか？

A：総裁がインフレのことしか話さないとしたら、人々から現実離れしていると思われかねない。機関は変化し続ける必要がある。透明性についてだが、20年前は金融政策についての投票や議論についても公表には反対が多かった。

A：ドルが準備通貨であり金融危機では各国の中央銀行は市場でのドルの流動性不足に直面したのは確かだが、政策金利が相関しているのは経済が関連しているからではないか。

A：国内の財政政策と金融政策の協調についてはリーダー・フォロワーの関係だ。中央銀行による資産購入のように、財政に明確な影響がありうる場合は、蔵相はそれを知るべきだ。中央銀行間の国際的關係では、米国だけが特別だがFedは自己のマンデートに従う。

A：国際間の影響波及が大きくなっているのは確かだが、各国の金融政策は機能している。

Q：FPCは、時間的非整合性の問題にどう対応し、説明責任をどう果たすのか。

A：金融安定の定義は難しいが、定義の明確化に努力すべきだろう。少数の尺度だけでは表させないかもしれないが、FPC は説明責任を果たしていくように努力するだろう。

A：MPC も議事録公表などでの修正を行ってきている。FPC も時間と共に変化していく。MPC と FPC という BOE の体制は有効だと思う。

Q：過去 10 年をみると、独立性は成長を高められたのだろうか？

A：独立で信頼性のある金融政策当局があったことは貢献してきた。

A：金融政策は物価を安定させ景気循環を和らげるが、履歴効果が大きなものでなければトレンドには影響しないだろう。また、金利が下限になった状況では、以前ほどは金融政策の効果に期待すべきではない。

A：金融安定の分野では裁量による余地を減らして、よりルールに基づくべきではないか。

A：危機の発生を防ぐ場合はそうだが、危機が生じた後では裁量を用いることになる。

Q：政府から中央銀行としての目的遂行に反する要請があったら、（総裁だとして）どう対処すべきだろうか。

A：問題が何であり、まずは私的に蔵相と話す。極端な場合は対外的に発言することもありうる。場合によっては辞任も選択肢になる。

IV. 基調講演 2 : S. フィッシャー (FRB 副議長(当時)、元イスラエル中央銀行総裁⁽⁴⁾)

S.フィッシャーは、米国と英国を対比して民主主義の下での中央銀行の独立性と限界、金融安定への対応に伴う課題を論じ、変化への対応が今後とも必須だと論じている。

1. はじめに

民主主義社会では目標の独立性は好ましくはない。選挙で選ばれていない専門家が金融政策の目標を決めるのは望ましいと思わない。イスラエル中央銀行総裁だったときには、政治家と多くの会話をを行った。議論の余地がある政策では特にそうだった(ただし、非公式にだが(not public))。政治分野の人々とのインフォーマルな協調は良いアイデアだ。

民主主義でも議員内閣制の場合には 2, 3 人と話すことで合意を形成できるが、大統領制の場合は異なる。どうやるのがよいのかは、教科書に書けることではない。

金融危機に際して、Fed による QE 実施に対し政治家の職務を楽にすべきではないと言われた。政治家を問題に直面させ財政政策の実施を促すべきということだった。だが、他の中央銀行に対してこうした議論をすることは、不確実な状況でやむを得ずやったことについて、中央銀行を政治化することになりかねない。

以下では、中央銀行の独立性、政策の透明性と政策手段を論じ、次いで BOE と Fed の最後の貸手機能の違いを検討、最後に金融安定に関する責任に関して考えを述べたい。

2. 目標の独立性と手段の独立性再訪

20 年以上前、デベルと私は、目標の独立性と手段の独立性という用語を提起した⁽⁵⁾。1997 年に BOE は手段の独立性を獲得したが、MPC は数値でインフレターゲットを与えられ、目標は独立ではない。今日では、FOMC も MPC も 2%の目標を与えられているが、数値目標は法律では定められてはいない。英国では財務大臣がインフレターゲットを定め米国では FOMC 参加者が Fed のマンデートに対応する長期インフレ目標を議論し 2%と判断している。実際上の相違はほとんどなく、だれが目標を設定するかで違いがあるが、それが金融政策のアプローチを大きく相違させてはいない。

1990 年代以降、中央銀行は大きく変わったが、手段の独立性の支持と目標の独立性への反対は今でも妥当である。目標は社会全般の選好を反映すべきで、選出されたのではない当局者が決定すべきではない。米国、英国のように目標は政府が定めるべきで、両者とも目標は物価水準の安定と完全雇用である。ただし、BOE の場合は辞書的な順序でインフレ率が選択され、Fed のデュアルマンデートは、両者に同じ比重を置いている。

4 BOE のサイトと <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/fischer20170928r.pdf> の講演録を参照した。なお、本稿の「はじめに」の部分はビデオに基づいて、フィッシャー副議長の発言を筆者が要約したもの。

5 デベル副総裁のパネルディスカッション 1 の基調報告を及び DeBelle, Guy, and Stanley Fischer (1994). "How Independent Should a Central Bank Be?" を、参照。 <http://www.bos.frb.org/economic/conf/conf38/conf38f.pdf>.

手段の独立性がなければ、中央銀行は法的なマンデートの達成と最も整合的に金融政策を設定できない。ただし、独立性には程度があり法や財務省に制約される場合もある。例えば、一定の為替変動幅の実施が求められるなら完全な手段の独立はない。

基本的には、中央銀行の手段の独立性は、金融政策が難解で複雑な技術または科学だからであり、経済全般にしばしば長期にわたる影響を及ぼす技術的判断を伴うためである。金融政策を運営し責任を担う分離された機関が必要とされている。長年かけて中央銀行は専門知識を蓄え、こうした機関に期待される機能を果たす自然な候補となる性質を発展させてきた。中央銀行が必要とする最も重要なスキルと評判は、信頼性である。独立した機関が存在しなかったら、それを発明しなければならない。

3. 透明性、説明責任及びコミュニケーション

独立した中央銀行は、“重要な政策決定を行う者の説明責任の原則”に従うべきである。説明責任には、議会と公衆に対し政策を説明し正当化するという要件、即ち政策の透明性とコミュニケーションが含まれる。BOEは、過去四半世紀の間、説明責任と透明性での革新者だった。90年代に透明性とコミュニケーションを改善し、1993年にインフレーションレポートを始めた。これは英国の金融政策の反応関数の透明性向上を意図していた。独立後インフレーションレポートは、MPCのインフレ予測を示し、さらに経済やBrexitのような出来事の経済的含意の分析を提供している。

1997年以降、BOEは政策コミュニケーションを拡充し、MPCの声明と議事録を公表している。インフレーションレポートのプレスコンファレンスでは、BOEの高官がMPCの予測と経済情勢について説明する。これは2011年に始まったFRB議長によるプレスコンファレンスに先行している。

4. 新しい金融政策手段

MPCとFOMCは、金融政策の手段としてフォワードガイダンスと資産購入を大規模に用いている。かつて金融政策当局は、政策金利の先行きを語ることに消極的だったが、1997年までには反応関数の明瞭さと長期金利が将来の政策の正確な予想を組み込むことの利点が、広く認識された。

FOMCは2000年代半ばからフォワードガイダンスを使い始めたが、MPCは市場が将来の金利を予想するのに任せていた。2008年以降、政策金利が下限近くなり定期的なフォワードガイダンスが新たな有効性を獲得した。短期金利が長期間低いとみられることは長期金利に低下圧力を与える。MPCは2013年からフォワードガイダンスを提供し始めた。

資産購入はフォワードガイダンスに比べると新しくはない。第二次大戦後に英国、米国の当局は、長期国債取引で長期金利に影響を及ぼそうとした。だが、1997年には、長期債市場は使用停止になっていた。金融危機が状況を変え、両国の中央銀行は長期金利引き下げと資産価格と借入コストを動かし、家計と企業の支出を刺激するため、長期証券の大幅

な購入でバランスシートを拡大した。この経験は、金利正常化後もバランスシートが金融政策の手段であり続けるかについて疑問を生じさせている。FOMC は、大規模な経済へのショックを除けば、FF 金利の調整が金融政策の主要な手段であることを示している。

5. 最後の貸手（LLR）の見方の変化

金融危機と景気後退が、中央銀行が金融システムに影響を及ぼす手段の価値を認識した。2000 年代半ばでは、LLR 機能に関する BOE と Fed の姿勢は、バジヨットの原則と厳しい金融危機が長期的に不在だったのを反映したものだ。2007 年に金融危機が始まり、米国信用市場の機能を改善するため、Fed は貸出アレンジメントに多くの変更を行った。割引窓口金利の上乗せ幅は引下げられ、非預金金融機関を含むように拡大され、長期間や様々な担保での貸出を許容するファシリティが創設された。

金融危機における経験を踏まえて BOE は、LLR の利用を商業銀行だけでなく他のシステム上重要な金融機関も含むように恒久的に拡大した。一方、米国では危機後に割引金利と政策金利の関係は正常なものに戻り、特別貸出ファシリティは終了している。金融危機で見られたような種類の緊急貸出ファシリティは、必要なら実行可能だが、Fed の通常の LLR 権限には組み込まれず、財務省の承認を得るように制限が強化された。

割引窓口での貸出は、公的資金をリスクにさらす（ただし、危機における Fed の貸出は損失を生じていない）。また、LLR は集合的な金融政策の道具と比べると非個別性が少なく、資産配分的である。こうした理由から LLR は金利政策以上にルールに基づき、担保取決めなどの損失回避の保護措置と厳格な適格性基準を伴うだろう。

6. 中央銀行の金融安定での責任

金融安定の責任では、過去 20 年間に大幅な変更があった。BOE は 1997 年まで広範な監督・規制権限を有していたが、改革で金融安定担当の副総裁が加わり、規制権限の大半は FSA に移った。10 年後に金融危機は金融インバランスがマクロ経済の安定を危険にさらすことを示し、中央銀行による金融システム監視の必要性が強調された。FSA は 2 つに分割され、その一つの PRA は BOE の一部とされ規制権限は実質的に BOE に戻った。

米国でも金融監督が改革された。Fed は規制権限を常に保有したが、権限は強化され金融安定により多くの資源を充てた。ただし、中央銀行に金融安定の全責任があるのではないため、金融政策ほど独立していない。また、金融安定の達成手段は未だ改善中である。私の懸念は、米国のマクロプルーデンス政策手段（ツールキット）は大きくなく、実戦で試されてもいないことだ。

Fed と BOE は互いの経験から利益を受けている。BOE の主な革新の一つは 2 つの政策委員会（MPC と FPC）だ。中央銀行の全責任が金融政策委員会に属するわけではない。米国での金融規制権限も FOMC ではなく、連邦準備理事会にある。

金融政策の手段は、金融インバランスには切れ味の鈍い武器であり、その使用が金融安定と短期的な経済安定とのコンフリクトを生み出しかねない。マクロプルデンシャルな手段は、金融安定の保持により直接的で適切かもしれない。

金融安定政策は金融政策と比べれば、調整頻度は少ないだろう。たぶんこれを反映して MPC は年 8 回だが FPC は四半期毎に開催される。開催頻度の少なさは安定した規制構造が望ましいのも反映していよう。

金融安定の枠組みに言うべきことは多いが、金融システムの規模や範囲、政治や金融の歴史から独立した唯一の最適な金融安定維持の枠組みがないのは、明らかだろう。

7. 結論

中央銀行の運営枠組みは、金融危機への対応もあり大幅に変化した。だが、金融政策の独立性は引き続き妥当である。最後の貸手の機能や金融安定など政策金利以外の責任は、金融政策と緊密に結びついていて、マクロ経済の安定に際立った役割を果たしうる。

金融危機およびその後、中央銀行は手段、制度及び考え方を再評価し調整したが、将来の課題は更なる改革を促すだろう。このゲームには終わりはない。

去っていくにあたっての言葉をのべたい。中央銀行家のモットーは、“Semper vigilans (常に油断なく)” であるべきだ。歴史と金融市場は驚きの達人だからだ。

また、“Never say never (できないとは言わない)” でもある。ときとしては、やるとは思いもしなかったことをしなければならなくなるからだ。

Q&A の概要

Q：中央銀行は政治化されるべきではないとのことだが、どうすれば独立性を保てるか。

A：中央銀行が独立性のための要件を果たし続ける必要がある。中央銀行は専門性を持つ機関であるべきだ。

Q：トランプ大統領の金融規制緩和の動きに懸念を感じないか。

A：コメントする立場ではない。少し前の FT のインタビューを参照して欲しい。

Q：現在は低金利で政府債務の負担は大きくないが、将来、金利が正常な水準に上昇していけば、政府債務の管理との対立が生じないだろうか。

A：もっともな懸念だが、現状では財務省との関係では問題は生じていない。1952 年のアコード成立前はそうではなかった。

Q：中央銀行家のモットーは、“Semper vigilans (常に油断なく)” とのことだが、QE を解消する際に市場のどの部分、資産クラスに特に懸念しているか。

A：私が、そのプロセスを管理することはない。

ホールデン理事 “エレガント、エグジット。では、コーヒープレークです。”

V. 基調講演 3：C. ラガルド（IMF 専務理事⁶⁾）

～中央銀行とフィンテック～ すばらしい新世界？

ラガルド専務理事は、2040 年を展望し、フィンテック（仮想通貨、金融仲介の新しい形態、人工知能（AI））が中央銀行をどう変えていくかを論じている。

1. 仮想通貨

仮想通貨は、既存の通貨によるデジタル決済を行うことではない。仮想通貨は別のものであり、独自の勘定単位と決済制度を備える。そうした制度は中央決済機構や中央銀行なしに、個人間の P2P 取引を可能にする。

現状では、法定紙幣や中央銀行へのビットコインのような仮想通貨の挑戦は、全くないか取るに足りないものだ。仮想通貨は変動性が高すぎ、リスクが大きすぎ、エネルギーを消費しすぎる。基盤となる技術は、まだ拡張性がない。多くが規制当局には不透明すぎ、ハッキングされたものもある。だが、これらの点はやがて対応される技術的課題である。

制度が弱体で通貨が不安定な国を考えてみよう。いくつかの国は、他国通貨（米ドル等）の代わりに仮想通貨をますます使おうとするかもしれない。これをドル化 2.0 と呼ぼう。IMF の経験では、新しい通貨への調整が指数的に拡大する転換点があり、例えばセーシェルではドル化は 2006 年の 20%から 2008 年には 60%に増加した。

なぜ、実態的な通貨ではなく仮想通貨を保有するのかといえば、紙幣より簡単で安全に手に入れられるかもしれないからだ。仮想通貨は、より安定するかもしれない。例えば、ドルや安定したバスケット通貨と 1 対 1 で発行できるし、完全に透明で信頼できる事前に定められた規則、監視可能なアルゴリズム、あるいは、変化するマクロ経済状況を反映する“スマートルール”で発行を統治できるだろう。

仮想通貨は既存の通貨と金融政策に挑戦するかもしれない。中央銀行員の最善の対応は、効果的な金融政策を続け経済の変化と共に新しい考えや要望を受け入れることだ。

シェア経済や分散化サービス経済が増大しつつある国での、新しい決済サービスへの需要を考えると、こうした経済は P2P 取引に根ざし、頻繁に、少額で、しばしば国境を越えた取引が行われる。そうした取引の支払いはクレジットカードや電子マネーでもできるが

6 講演録の日本語版は、IMF の日本語サイトに掲載されている。本稿ではそれを参照した。

<http://www.imf.org/ja/News/Articles/2017/09/28/sp092917-central-banking-and-fintech-a-brave-new-world>

また、IMF による Fintech への取り組みも IMF のサイトに掲載・紹介されている。

<http://www.imf.org/external/japanese/np/blog/2017/061917j.pdf>

<http://www.imf.org/external/japanese/np/blog/2018/041618j.pdf>

少額取引、特に国境を越えた場合は手数料が高い。代わって仮想通貨が選好されるかもしれない。また、もし、民間が発行する仮想通貨のリスクが高く不安定なままであれば、人々は中央銀行にデジタル形態の法定通貨の提供を求めるだろう。

2. 金融仲介の新しい形態

金融仲介の新しい形態の一つの可能性は、銀行サービスの解体あるいはアンバンドリングである。将来我々は、電子財布には支払いサービス用の最低限の残高しか残さないかもしれない。その他の残高は、投資信託に置くかビッグデータと自動信用スコアリング用のAIを備えたP2P貸出プラットフォームに投資するかもしれない。この世界では製品は常に更新され、簡単なユーザーインターフェースと信頼できるセキュリティが評価される。データが王様の世界であり、多くの新しいプレーヤーが支店を持たない世界でもある。

今日の中央銀行は、プライマリーディーラーや大手銀行を通じて資産価格に影響を及ぼす（公開市場操作）。だが、新しい金融の世界で、そうした銀行が重要でなくなり、中央銀行勘定への需要がなくなれば、金融政策のトランスミッションは有効であり続けるだろうか。中央銀行はカウンターパーティを増やさねばならないかもしれない。BOEは、すでに大手ブローカー・ディーラーと清算機関を取引相手に加えている。

カウンターパーティ増加は、万一のとき流動性供給を受ける対価として、より多くの企業が中央銀行の規制の傘下に入ることを意味する。中央銀行の役割が増加するとともに、公衆の監視と政治的圧力も増すかもしれない。金融政策運営の独立性はさらなる防御を必要としより明確なコミュニケーションが必要になるだろう。

規制実務も変わるかもしれない。伝統的に規制当局は、明確に定義された事業体の監視に注力してきた。だが、新しいサービス提供者が新しい姿や形態で登場するなら、定義は簡単ではない。当局は金融機関から金融活動へと対象を広げねばならないし、アルゴリズムの健全性とセキュリティの評価のエキスパートになる必要がある。

物事を円滑に進めるには、経験豊富な規制当局とフィンテック対応を始めたばかりの規制当局、政策当局、投資家、金融サービス会社の間、また各国間で対話が必要である。規制の焦点が、各国の事業体から国境のない活動へ、地元の銀行支店から量子暗号化されたグローバルな取引へと広がるとともに、国境を越えていくことが重要だろう。

189か国が加盟するIMFは、そうした議論の理想的なプラットフォームとなりうる。技術には国境はない。何が母国であり、ホストだろうか。どうすれば規制裁定や規制緩和競争を避けられるか。これは、経済と金融の安定及びグローバルな決済と金融インフラの安全性についてのIMFの使命である。グローバルな金融の安全網に穴があってはならない。IMFはこの分野で確固たる役割を果たす。ただし、新たな参加者を迎え入れることや、デジタル版SDRの検討など、IMF自体も変化を受け入れねばならない。

3. 人工知能 (AI)

英国では 15 百万人分の仕事が自動化されるとの (BOE による) 予測があるが、BOE はどうなるだろうか。一つ明らかなのは、より多くのデータがあることだ。産出、失業と物価だけでなく、ホモエコノミクスの特異な行動や非合理性に関する行動データの情報もある。スマートフォンとインターネットにより、こうしたデータは豊富でどこにでもあり、人工知能との組み合わせでますます価値が高まっている。

AI は大きな進歩を遂げている。経済は複雑だが、次の世代では機械は、リアルタイムの予測やバブルを見分け、複雑なマクロ金融の連係を見いだして政策当局を支援し、より大きな役割を果たすだろう。ただし、人間は必要である。

経済には計り知れない不確実性がある。基本的な経済関係の変化に気づかなければならず、リスクを評価しなければならない。良い政策には、判断や同僚による繰り返される疑問、見解の多様さ、独自路線の精神さえ不可欠である。では、機械にそれもできたら？

次にコミュニケーションの問題がある。よい金融政策はストーリーを語ることであり、明確に説明ができて、人々が将来の政策が予測できるときのみ政策は効果的である。最後に、最良のアルゴリズムと機械でも目標を外すことはあるし、危機は生じるだろう。機械は人々への説明責任を果たせるだろうか。

説明責任が鍵であり、それなしに独立性はありえない。独立性なしでは政策は道を踏み外しかねない。機械が金融政策を支配するとは思わない。スレッドニードルストリートには、常に老婦人が住み続けるだろう。老婦人との会話はよいものだと思う。

4. 終わりに

私の楽観的な基調に疑問を感じる人がいるかもしれない。多くの人には中央銀行の新しい世界は、オールダス・ハクスリーが「すばらしい新世界」で描いたもののように見えるかもしれない。課題は数多い。だが私は、我々には全ての人のためになる技術と経済の未来を作る力があると信じている。グローバリゼーションの高揚期に、それが全ての人に恩恵をもたらすかを考えなかった過ちを繰り返してはならない。我々は新たな技術が全ての人役に立つことを確実にしなければならない。さもなければ、2050 年になってそうしなかった責任を後悔することになるだろう。

だから私は、シェイクスピアが「テンペスト」で想起したすばらしい新世界の方を好む。「人間がこうも美しいとは！ ああ、すばらしい新世界だ」

Q&A の概要

Q (ホールデン)：金融システムの監督と保護に責任を持つ中央銀行は、どうすればデジタル化での混乱に対応できるだろうか。

A：中央銀行の運営を規定するマンデートが極めて重要であり、それに基づいてとる行動

が重要だ。中央銀行は活動範囲を拡大してきている。中央銀行は窓・ドアを開き、対話することが大切で、外に出ていったの説明と同様にこの分野で活動する相手呼び入れてデザインやアプリケーションをどうやっているか聞き、活動を把握することが必要だ。サンドボックスがそうだが、何が行われ、どう変化しているかを知ることができる。

Q：（ホールデン）様々な活動はますますボーダーレスになっているが、事業体にはボーダーがある。ボーダーレスな活動の規制・監督で、さらに協力していくべきだろうか。

A：規制を（事業体の）ホーム・ホスト関係で捉え、どの規制を適用するか活動をどう区分するかが考えられてきた。だが、法人や支店の対応ではなく、デジタルテクノロジーに支えられたクロスボーダー取引への対応はとても難しい。規制環境の再考が必要だろう。

A：1点追加したい。デジタル化の革新で金融市場に混乱が生じ、既存のビジネスモデルへのショックが起きて、金融機関が障壁を高めたり保護を求めたりするかもしれない。だが、中央銀行は金融安定への懸念から芝生を守る要請に応えるべきではない。

Q：デジタル時代に SDR は国際通貨制度で新しい役割を持つようになるだろうか？

A：SDR の活用を広げようとの過去努力はあまり成果をあげていない。だが、デジタルプラットフォームや分散台帳技術により政治的要因で難しかったことができるようになるかもしれない。既存の通貨システムと並行して新たな対応が可能かもしれない。IMF はそうしたプロセスへの準備を整えておきたい。

Q：金融の技術革新で情報の非対称性が、情報が少ない側の保護が重要にならないか？

A：消費者への金融サービスでの保護はマンデートの一部になると思う。技術による障壁と技術進歩の速さによって重要性が増している。

Q：将来、民間が提供するデジタル通貨での決済が（グローバルに）発達したら金融政策はどうなるだろう。各国通貨との交換比率ターゲットが必要になることもあるだろうか。

A：より近い未来について考えてみたい。中央銀行の仕事はより重要になりより難しくなる。デジタル通貨により顧客と金融機関の関係が分割されるが、中央銀行は全体像を捉える必要がある。さらにその先の予測は難しい。

VI. マーク・カーニーBOE 総裁による閉会の辞

1. 独立性の評価と留意点

金融政策の運営の独立性が、物価安定に関しては概ねうまく働いてきたことは、ほぼコンセンサスだと思われるが、独立性にはいくつかの留意点がある。

①パネルで中央銀行によるインフレ引下げへの国民の支持について議論がされたが、国民の関心や記憶、パブリック・ナラティブ（広く流布した考え）の変化で、独立性への動機付けが変化する。また、英国では金融安定や TBTF（大きすぎて潰せない）の問題と中央銀行の役割が注目されている。これは金融政策の課題ではないが、中央銀行の役割の重要性に係る問題だ。

②様々な構造変化の影響に注意すべきである。インフレ抑制はグローバル化の追い風に助けられたもので、その変化に注意が必要である。また、膨大な（政府）債務は中央銀行の独立性を脅かすという指摘もあった。C.ラガルドは、金融政策のトランスミッションメカニズムが将来は大きく変化する可能性を指摘している。インフレーション・ダイナミクスやトランスミッションの変化に対して注意が必要である。

③中央銀行が金融安定への対応を第1線で行うべきか、物価安定に対処する組織が金融安定にも適切か議論があった。だが、FPC、BOE は法的責務（statutory responsibility）があり、金融安定へのリスクの特定、年2回のFSR（金融安定レポート）公表、財務大臣との金融安定について協議し、FPCの議事録要旨を公表する。スコットランド（独立）や（EU離脱）国民投票などが、金融安定に及ぼす影響も分析し論じる。消費者債務の問題も検討し、FPCが資本上乘せを求めるか、PRAに金融機関の対応で監督上の権限行使を促せる。また、金融安定の観点からMPCに助言することもできる。

EU離脱の国民投票では、主要な中央銀行やシティの主要な金融機関の適切な対応を促した。FPCがこうした対応を行い、また、流動性供給などによって公的資金にリスクが生じるのであれば、それについて説明責任があり、国民に話すべきである。

2. 金融安定での中央銀行の役割、独立性

金融安定には物価安定でのインフレターゲットでの2%のようなものはない。金融安定では成功は孤児であり、どんな危機をどの程度防げたのか分からない。これに光を当てる一つの方法がストレステストであり、金融システムの中核がショックに耐えられるかを確認する。各種シナリオと比較して最悪の結果について判断ができ、金融機関の資本が十分か、多すぎないかを検討できる。ストレステストの結果は大半が公表されている。

金融システムが適切な強靭性を有するときの決定も、運営の独立性のテストになる。資本を積み上げさせておくのではなく情報に基づいて判断すべきだ。我々は2年前に銀行全体で資本は適切な状態になってきたと指摘した。厳しいストレス状態では人々に耳を傾け

てもらう必要があるが、通常時は各金融機関が対応できる。

FPC のポリティカルエコノミーについて、有用な指摘があった。金融安定は物価安定と比べて曖昧であり、運営態勢としては、FPC がより大きな審議会の下部となる構造や、財務省などと共にメンバーの一員になることも考えられる。現行では、財務大臣と定期的にやり取りして金融安定について見解を表明する。公的資金（BOE のバランスシートや預金保険（FSCS））にリスクがあれば、財務大臣に通知する責務がある。

下部となる構造で金融安定の責任を担った、私のカナダや FSB での経験では、多大な時間的非整合性の問題があった。金融政策の場合よりも大きい。難しい決定が先延ばしされ、問題が改善すると期待し、上位者の同意を得るためのプロセスが続くことがあった。金融安定のポリティカルエコノミーでは、現実をみることが重要である。FPC は、説明責任のトラックレコードを築いていく必要がある。

3. その他の論点

①我々が失敗し混乱を起こすことはありうる。中央銀行が何かで失敗すれば、他の分野にも影響し、信頼性が打撃を受ける。構造に伴うリスクがあり、そうしたリスクと様々な分野を統合するシナジーによるベネフィットとを比べる必要がある。

②多くの分野に対するコメントではやり過ぎるリスクがある。だが、我々は論争に引き込まれることがある。不公平の問題などでは、所得分配の事実や金融政策が分配に及ぼす影響など、事実を分析示すことが重要である。財政の問題では、通常は財政政策が（シユタツケルバルク均衡の）リーダーだと考えるが、マネタイゼーションは別の問題であり、有効な物価と金融の安定の観点で考えねばならない。

③最後に正統性とコミュニケーションの問題がある。何が起きているかに気づく必要があり、我々がそれを直せるとは限らないが、実質賃金の低迷の問題などを文脈で捉えるべきである。（危機以降）金融部門が実体経済へのトランスミッションとして十分に機能していないことについて、我々が認識不十分ではないか注意すべきだ。我々の役割は限られているが、実体経済で何が起きているかを認識すべきである。

BOE は、コミュニケーションに努力しているが、改善すべき点はある。地域エージェンシーやタウンホールミーティングなど、より広くアウトリーチを行い、人々の受け止め方に気づき説明する必要がある。ソーシャルメディアの有効活用も進めるべきだろう。

また、我々の判断に重要な小規模な分析、例えば、金融政策のトレードオフ、フィリップス曲線の形状、住宅価格下落の影響と銀行に必要な資本等の分析を行って公表し、人々の理解を得なければならない。