



2010年4月22日

日 本 銀 行

中央銀行の政策哲学再考

—— エコノミック・クラブNYにおける講演の邦訳 ——

日本銀行総裁 白川 方明

はじめに

ご紹介ありがとうございます。本日は、世界の金融市場の中心であるニューヨークで、そして、100 年を超える歴史のあるこのエコノミック・クラブでお話しする機会を頂き、大変光栄に存じます。当クラブの設立された 1907 年は、米国では全国規模の金融危機が発生した年としても記憶されています。この危機を契機として、それまで何度となく頓挫した米国での中央銀行設立の機運が高まり、1913 年に F R B が設立されるに至りました。興味深いことに、日本銀行と F R B とエコノミック・クラブ N Y は、早い時期から不思議な縁で繋がっています。ニューヨーク連銀の初代総裁であるベンジャミン・ストロングは 1920 年に何と 3 か月間も日本に滞在し、日本銀行の井上準之助総裁と個人的な強い信頼関係を築いています¹。ストロング総裁は帰国後、米国の金融制度や F R B に関する数多くの書籍を日本銀行に寄贈しています。その時に寄贈された本の一つは当クラブの初代会長であるバートン・ヘップバーンが著した *A History of Currency in the United States* でした²。この本は、今日もなお日本銀行の図書館で手に取ることができ、本に引かれた赤のアンダーラインからは、私の先輩達が金融危機への米国の対応について学ぶために、真剣にこの本を読んでいたことが窺われます。

金融危機について申し上げますと、日本では 1920 年代に深刻な金融危機を経験しました。この危機を契機に、日本銀行は金融機関に対する実地考査を開始し、今日に至るまで中央銀行にとって重要な情報源となっています。この危機の後、長きにわたって、日本では金融システムが大きく不安定化することはありませんでしたが、1990 年代中頃から 2000 年代初頭にかけて再び大規模な金融危機を経験しました。米国は、2007 年 8 月以降、金融危機を経験するに至っていますが、これほど大規模な危機は 1929 年に始まった世界大恐慌以来のことです。この席におられる多くの方は、金融危機については知

¹ ストロング総裁が日本滞在中に、東京銀行倶楽部で行った講演を参照 (Strong [1920])。

² Hepburn [1915] を参照。

識としては持っていても、よもやこれほど大規模な危機を自らが実際に体験するとは思っていなかったと想像します。日本が20年以上前にバブルの最中にあった時には、私自身も、将来経験するような規模での危機を予想することはできませんでした。日本は、米国に先立つこと10年以上前に危機を経験しましたが、米国を震源地とする今回の世界的な金融危機の展開をみると、驚くほどの既視感に襲われます。これら二つの出来事には数多くの共通点があります。例えば、バブル崩壊直後の楽観論、重要な政策措置の実施の遅れ、長引く経済の停滞、金融機関に対する反感、規制・監督当局や中央銀行への批判などです。

今回の金融危機については、その影響が一巡したとは未だ言えませんが、私がみるところ、現時点で喫緊の課題は二つあります。第1は、世界経済を持続的成長軌道に復帰させることです。第2は、危機の再発を防止するための措置を準備することです。この二つの課題に取り組むべく、日本銀行はFRBをはじめ、各国当局と協力して最大限の努力をしています。もし、金融危機にあえて意義があったとすれば、金融機関や企業、政策当局者を含む我々全てに対して、経営戦略についての考え方やこれまで慣れ親しんできた政策運営の哲学の妥当性について考え直す切っ掛けを与えてくれることにあると思います。以下では、こうした問題についての、私なりの考えをもう少し詳しくお話したいと思います。

金融危機は何故、繰り返し起きるのか？

金融危機、そして、それに先立つバブルは何故、繰り返し起きるのでしょうか。その原因については、リスク管理の甘さ、過大なレバレッジ、大きすぎて潰せない（too big to fail）とみられる金融機関の存在、金融監督の失敗、過度に緩和的な金融政策など、様々なことが挙げられています。そうした分析に私も同意しますが、それら個々の原因だけでは捉えきれない全体論的な視点も必要だと感じています。そのような視点に立った場合、非常に長

い時間の中で発生する「自信の循環」とも呼べるものが決定的な役割を果たしていることを強調したいと思います。すなわち、成功が自信につながり、それがやがて自信過剰に、あるいは傲慢にさえ変質していきます。自己満足感も高まっていきます。そして、自信過剰のもとで生成されたバブルが崩壊すると、自信喪失へと変わり、その後、再生に向けた努力が始まります。こうして、一連の循環が再び動きだしていくのです。

1980年代後半、日本のマクロ経済のパフォーマンスは、先進国の中で際立って良好でした。この期間の実質成長率を見ると、他のG7諸国の平均が年率で3.4%であったのに対し、日本は5.1%でした。一方、消費者物価上昇率をみると、他のG7諸国の平均が年率で3.9%であったのに対し、日本は1.1%でした。1990年代に入って、インフレーション・ターゲティングが拡がりをみせましたが、これを採用している国の基準に照らしますと、当時の日本経済は圧倒的な優等生でした。対外的には、経常収支の大幅な黒字の持続を背景に、日本は世界最大の対外純債権国となりました。このような良好な経済状況のもとで、日本人の間に過剰な自信が生まれました。勿論、気懸かりなことがない訳ではありませんでした。1980年代後半における信用の膨張と資産価格の上昇です。しかし、そうした懸念を打ち消す、「根拠なき楽観論」が社会を支配しました。地価について言うと、日本では地価は決して下がらないという「土地神話」への信仰は絶大でした。勿論、金融政策については、引き締めへの転換の必要性が議論されました。実際、ただ一つのデータを除いて、全ての経済指標——高い成長率、労働市場の逼迫、銀行貸出の急増、資産価格の高騰——が、金融緩和政策の修正の必要性を示唆していました。その「ただ一つのデータ」とは他ならぬ物価上昇率でした。物価安定は、金融緩和からの転換を模索していた日本銀行への強力な反論として立ちはだかりました。1990年代に入ると、バブルの崩壊によって状況は一変し、日本経済は大きな困難に直面しました。成長率は1980年代後半の年率5.1%

から1990年代の1.5%へと低下しました。その結果、今度は過度に悲観的な、言わば、「根拠なき悲観論」も生まれました。近年の日本経済の低迷については、様々な要因が関連しており、バブル崩壊や資産デフレの影響だけを過大視するのは適当ではありませんが、バブルとその崩壊が日本経済の中長期的な活力に対して大きな影響をもたらしたことは疑いありません。

上述した「自信の循環」は、日本経済だけでなく、米国経済についても当てはまるように思います。1960年代後半以降、米国経済のパフォーマンスは悪化し始め、1970年代後半から1980年代初頭にかけての時期は高インフレ率と低成長率、いわゆるスタグフレーションに悩まされた最悪の時期でした。しかし、正にこの試練の時に、米国経済を再生しようとする政策努力が始まりました。ボルカーF R B元議長によるインフレ退治とレーガン政権下の規制緩和の双方が動きだし、その効果が長い時間をかけて徐々に成果を挙げていきました。米国経済の成長率は1980年代の年率3.1%から、1990年代後半には4.0%へと高まりました。そうした経済の拡大は2000年代初頭のI Tバブルの崩壊で一旦途切れましたが、比較的短期間にその影響から脱することに成功しました。マクロ経済に関しては、成長率と物価上昇率の変動幅の低下をどう解釈するかについて活発に議論がなされ、いわゆる「大いなる安定 (Great Moderation)」が喧伝されました。このような状況の下で、先行きの経済に関する非常に強気な見方が次第に社会を支配するようになっていきました。住宅価格の上昇を巡っても、これがバブルかどうかについて活発な議論が行われましたが、米国の政策当局者や学界からは、「住宅価格が全国的に下落することはない」、「仮にバブルが崩壊しても積極的な金融緩和によって対応可能である」という見解が繰り返し表明されました。金融システムについても、欧米の金融機関のリスク管理は日本の金融機関よりもはるかに洗練され効率的であることが当然視されていたように思います³。しかし、その後

³ 例えば、Tett [2009]を参照。

の展開が示しますように、こうした楽観論は大きく外れました。日本のケースも米国のケースも、自信過剰がいかに弊害をもたらし得るかを物語っていると思います。

政策当局は、何故、ブレーキを掛けられなかったのか？

「自信の循環」という観点から、駆け足で日米のバブルについて振り返りましたが、同様の事象は過去四半世紀に限っても、1980年代の北欧経済のバブルとその崩壊、1990年代のアジアの奇跡と通貨危機など、日米以外の多くの地域でも観察されます。人間は、自らが時として自信過剰になり、行動が行き過ぎることを知っています。だからこそ、我々は、行き過ぎた行動にブレーキを掛けるメカニズムを予め構築しています。民間部門は様々な制動装置を持っており、例えば、金融機関には内部リスク管理部署が存在します。金融機関経営者の行動の行き過ぎに対しては、株主や債権者、カウンターパーティによる規律付けのメカニズムが作用します。また、中央銀行や規制・監督当局も、制動装置として機能します。しかし、今回の危機では、残念ながら、民間部門の装置も公的部門の装置もうまく作動しませんでした。これらの装置が機能しなかったことは、重要な問題を提起していますが、以下では、時間の制約から公的部門による制動装置のみを取り上げます。私はセントラル・バンカーとして、中央銀行や規制・監督当局の失敗の問題を真剣かつ十分に検証する必要があると思っています。

金融政策運営

最初は、金融政策についてです。金融政策とバブル発生の関係については、既に多くのことが論じられてきました。はっきりしていることは、自信過剰が、バブルを生み出す必須要因であるということです。そうした意味で、低金利の持続予想は、これだけでバブルを生み出すことはありません。しかし、それ無しには、バブルが発生しないこともまた事実です。私にとって重要な

問い、それは日本銀行とF R Bを含む多くの中央銀行にも向けられるものですが、当時、バブルの兆候に不安を感じつつも、中央銀行は、何故、低金利を続けたのだろうかということです。考えられる理由としては、以下の三つが挙げられます。

第1に、近年、経済の不均衡が財やサービスの物価の変化としては直ちに表れにくい環境になってきたことです。物価安定の達成に成功したことによって、中央銀行は金融政策運営に対する民間部門の信認を獲得するようになりました。その結果、民間主体の予想物価上昇率は低い目標物価上昇率にしっかりと固定されるようになり、経済の不均衡は、財やサービスの物価上昇率以外の形、すなわち、資産価格の上昇や信用の膨張という形で表れるようになりました。

第2に、政治的、経済的、社会的な力学がセントラル・バンカーに影響を及ぼすようになり、物価上昇率以外の要素を勘案した金融政策を行うことが次第に難しくなっていたことです。この背後には微妙なメカニズムが働いています。物価安定が経済の安定のための前提条件であり、その条件を満たすには、中央銀行の独立性が必要であるという論理は、1990年代以降、徐々にしかし着実に定着していきました。中央銀行の独立性は、同時に、当然のことながら説明責任の要請を高め、国民が容易に判別できる基準が求められるようになりました。そうした要請に最も上手く応えたのがインフレーション・ターゲティングの枠組みでした。しかし、インフレーション・ターゲティングのもとでは、物価上昇率の目標値と実績値あるいは予想物価上昇率との関係に議論が集中しがちです。その結果、物価以外の形で表れる不均衡への対処を理由に金融政策を変更しようとするれば、それを根拠立てて説明するためのコストは、中央銀行の立場からすると非常に高くなります。エコノミストの関心は、専ら需給ギャップと物価上昇率の関係に集中し、金融面の不均衡（financial imbalances）への関心は限定的なものとなりました。財や

サービスの価格変動という形では把握しにくい要素に対しては、関心が薄れるようになりました。中央銀行から金融の規制・監督の権限を移す制度的変更も、そうした傾向を加速させました。

第3に、「デフレに陥る危険」ということの意味について、必ずしもバランスの取れた形では正しく理解されなかったことです。これに関し、財やサービスの価格の持続的な下落がもたらす悪影響の明白な事例として、「失われた10年」という言葉で呼ばれる日本のバブル崩壊以降の経験がしばしば引き合いに出されました⁴。しかし、日本経済に深刻な問題を引き起こした主因は、一般物価の下落というより、圧倒的に資産価格の下落でした。日本では、主要都市の不動産価格がピーク対比70～80%も下落しましたが、消費者物価指数の下落は1997年から2004年にかけて累積で3%でした。それにもかかわらず、日本の経験は誤って解釈されました。そうした当時の雰囲気は、2003年4月に公表されたIMFのWorld Economic Outlookや⁵、同じく2003年にカンザスシティ連銀によって主催されたジャクソンホール・コンファレンスの議事録をみると⁶、容易に確認できます。2003年6月のFRBの金利引き下げでは、その理由として「好ましくならぬ大幅なインフレの低下(unwelcome substantial fall in inflation)」を避けることが挙げられました。振り返ってみると、デフレの危険が大きくクローズアップされた裏側で、金利の果たす動学的資源配分機能は軽視されがちでした。そして、正にその時期に、信用やレバレッジの増加、期間ミスマッチの拡大という、その後の危機の種が蒔かれました。

金融規制・監督

次に、公的当局による規制・監督に議論を移します。中央銀行や監督当局は、2000年代半ば以降、金融システム・レポートや講演を通じて、様々な金

⁴ 「失われた10年」という捉え方の妥当性については、白川[2009]を参照。

⁵ IMF[2003]の“Box1.1 Could Deflation Become a Global Problem?”を参照。

⁶ Federal Reserve Bank of Kansas City[2003]を参照。

融取引の行き過ぎに対する警告を何度となく発していましたが、それ以上に踏み込んだ監督上の是正措置を個別金融機関に対して採ることはほとんどありませんでした。勿論、いつの時代にあっても個別金融機関に対して、予防的な是正措置を求めることは容易ではありませんが、これには、そうした一般論を超えて、以下のような要因も指摘できるように思います。

第1は、金融市場内部の規律付けのメカニズム、言わば、民間部門の自主規制の有効性に対する自信があまりにも強くなっていったようにみられることです。これには、現実にはマクロ経済が好調なパフォーマンスを続けたことも影響しています。アダム・スミスは「国富論」で自由競争のもたらす便益を強調しています。しかし、スミスは、経済活動の全てを市場の力だけに委ねることには懸念も抱いていました。その一つの側面が、金融の分野でした。もし、自由競争の結果として金利があまりにも高くなれば、資金の多くが浪費家（prodigals）と起業家（projectors）だけに回り、堅実な人には回らなくなるであろうとスミスは記しています⁷。今回の金融危機以前は軽く読み流していたスミスのこの言葉の意味を、私自身は、今はもう少し深く考える必要があるように感じています。

第2は、当局が裁量的な監督権限の行使に慎重になったことです。金融システムの安定を確保するためには規制が必要ですが、すべての状況を想定した規制を事前に設計することは不可能であり、だからこそ、有効な監督が重要な役割を果たすことになります。ここで求められるのは、個々の金融機関のリスク特性に応じた監督であり、当然のことながら、裁量的な要素が含まれることにならざるを得ません。しかし、厳格かつ迅速な説明責任が求められるようになればなるほど、監督当局がそうした裁量的な権限の行使に慎重になることは避けられません。

第3は、中央銀行や監督当局の間で、金融システム全体のリスクを評価す

⁷ Smith [1776]を参照。

る視点が十分ではなかったことです。規制・監督に関する従来の哲学は、個々の金融機関の健全性を確保すれば、金融システム全体の安定性も確保できるというものでした。しかし、今回の金融危機では、金融システムと実体経済、および金融機関の間の相互作用が極めて重要な役割を果たすことが明らかになりました。その意味で、金融システム全体へのリスクを評価し対応策を練っていくことが不可欠でしたが、そうしたマクロ・プルーデンスの視点は弱かったと思います。

政策哲学の再考

以上、金融政策および規制・監督の面で、政策当局が有効なブレーキを掛けることができなかった背景について考察してきました。こうした整理を行って改めて感じることは、政策当局者の政策哲学、さらには、政策当局の行動を左右する社会の通念といったものの影響がいかに大きいかということです。正に、ケインズが指摘するように、「遅かれ早かれ、良かれ悪しかれ、危険なものは既得権益ではなく思想である」といえます⁸。我々は今、金融政策や金融の規制・監督について、近年慣れ親しんできた政策哲学を再考しなければなりません。現在、私自身が必要と考える見直しの方向性は以下の三つです。

第1は、中央銀行の政策目的の重要性です。通常、金融政策の目的は物価の安定と定義されます。実際、こうした定義で全く差し支えない時代が比較的最近まで続いてきたように思います。しかし、中央銀行に期待される役割は、物価の安定と1対1には対応しないことも分かってきました。バブルの経験が示すように、物価が安定していても、経済は大きく振幅することがあります。中央銀行に求められていることは、安定的な金融環境（a stable financial environment）を実現することであり、それを通じて持続的な成長を達成することです。物価の安定は、金融環境の安定を構成する重要な要素

⁸ Keynes [1936]を参照。

ですが、これだけに限定されるものではありません。それどころか、短期的な物価の安定に釘付けになると、究極の目的である経済の持続的成長を困難にする可能性すらあります。

第2は、金融環境の安定性を効果的に測定することの重要性です。中央銀行は貸出やレバレッジ、期間ミスマッチの状況など、金融環境を特色付ける幅広い指標に注意を払っていく必要があります。「安定的な金融環境」とは抽象的な概念であり、金融経済の状況が全て反映されるような単一指標はありません。しかし、同様のことは物価についても当てはまります。技術革新によって可能となった財やサービスの価格を計測することは——検索エンジンの価格が良い例ですが、——大変難しい課題です。仮に単一の有効な指標をみつけたとしても、経済・金融は常に変化していることを考えると、幅広い指標を丁寧に点検することが不可欠です。難しい課題ですが、挑戦していかなければなりません。

第3は、適度な裁量性の重要性です。公的当局は、金融政策についても金融監督についても、適切な裁量性を保持する必要があります。かつて、ジェラルド・コリガンがニューヨーク連銀の総裁であった時に、中央銀行による「最後の貸し手」機能の発動基準に関して「建設的曖昧さ（constructive ambiguity）」という言葉を使いましたが⁹、近年、時計の振り子は透明性の方に大きく振れました。しかし、結局のところ、中央銀行も規制・監督当局も、その役割は自由市場の競争だけに任せた場合の市場や経済の不安定化を防止することにあります。もし、当局の政策行動が機械的なルールに基づいていて、それが市場参加者の行動に予め織り込まれてしまうと、市場や経済はむしろ最終的には不安定化してしまいます。したがって、少なくともある程度は、時計の振り子を裁量性の方向に戻すことが必要になっているように思われます。

⁹ Corrigan [1990]を参照。

おわりに

本日私が提起した論点は、中央銀行設立の原点に立ち返ってみようというものです。と言っても、これは昔の中央銀行に戻ることを意味するものではありません。安定的な金融環境とそれを通じて持続的な成長を実現するという中央銀行の存在意義自体は不変ですが、経済も金融市場も常に変化します。第2次世界大戦後、比較的最近まで、安定的な金融環境とは物価安定とほぼ同義でした。また、商業銀行の健全性が金融システムの安定と同義であるような金融構造に我々は慣れ親しんできました。しかし、今回の金融危機を経て、我々はそうした考え方が時代遅れになっていることを認識しました。

中央銀行が成功を祝う時には、新たな問題が民間部門で静かに生まれつつあるかもしれません。同様に、中央銀行が困難な問題に直面している時には、民間部門では既に解決の芽が生まれつつあるかもしれません。危機は、常に新しい衣をまとって到来します。その意味で、中央銀行には常に学習が求められます。民間経済主体と同様、中央銀行にとっても危険なことは自己満足に陥ることです。世界経済にとって様々な挑戦が待ち受ける中、我々には謙虚さが必要です。私は日本銀行の同僚とともに、F R Bをはじめ各国の中央銀行や規制・監督当局と協力して、難題に真正面から挑戦していきたいと思います。それと同時に、民間部門の皆様にも、中央銀行が進化を遂げていけるように、協力をお願いして私の話を終えることとしたいと思います。

ご清聴ありがとうございました。

以 上

【参考文献】

- 白川方明、「経済・金融危機からの脱却：教訓と政策対応」、ジャパン・ソサエティNYにおける講演の邦訳、2009年4月23日（次のウェブを参照 <http://www.boj.or.jp/type/press/koen07/ko0904c.htm>）。
- Corrigan, E. Gerald, “Statement before the United States Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs,” Washington D.C., May 3, 1990.
- Federal Reserve Bank of Kansas City, Symposium proceedings “Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy,” 2003.
- Hepburn, A. Barton, *A History of Currency in the United States*, New York: Macmillan, 1915.
- International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, April 2003.
- Keynes, J. Maynard, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, 1936.
- Smith, Adam, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, 1776.
- Strong, Benjamin, “Speech by Benjamin Strong, Governor of the Federal Reserve Bank of New York, at the Tokyo Ginko Club, May 24, 1920,” Papers of Benjamin Strong, file 1000.4, Federal Reserve Bank of New York Archive.
- Tett, Gillian, *Fool’s Gold: How the Bold Dream of a Small Tribe at J.P. Morgan Was Corrupted by Wall Street Greed and Unleashed a Catastrophe*, Simon & Schuster, 2009.