

中央銀行の役割

白川方明

金融学会中央銀行部会・神戸大学金融研究会
2015年4月18日

本日の話の構成

1. 日本銀行での経験と中央銀行に関する私の「思想遍歴」
2. 中央銀行：中央銀行論と私の実感とのギャップ
3. 金融政策上の幾つかの重要な論点
4. 中央銀行や金融政策に関する研究への私の期待

パート1：日本銀行での経験と中央銀行に関する私の「思想遍歴」

- 日本銀行での様々な経験⇒スライド4
- 金融政策を巡る理解 教科書の記述の変遷⇒スライド5
- 若き日の理解と今日の理解
 - 物価安定⇒スライド6
 - 中央銀行の独立性
 - ✓時代の「空気」の怖さ⇒スライド7、8
 - 市場の位置付け⇒スライド9
- 知的謙虚さの重要性⇒スライド10

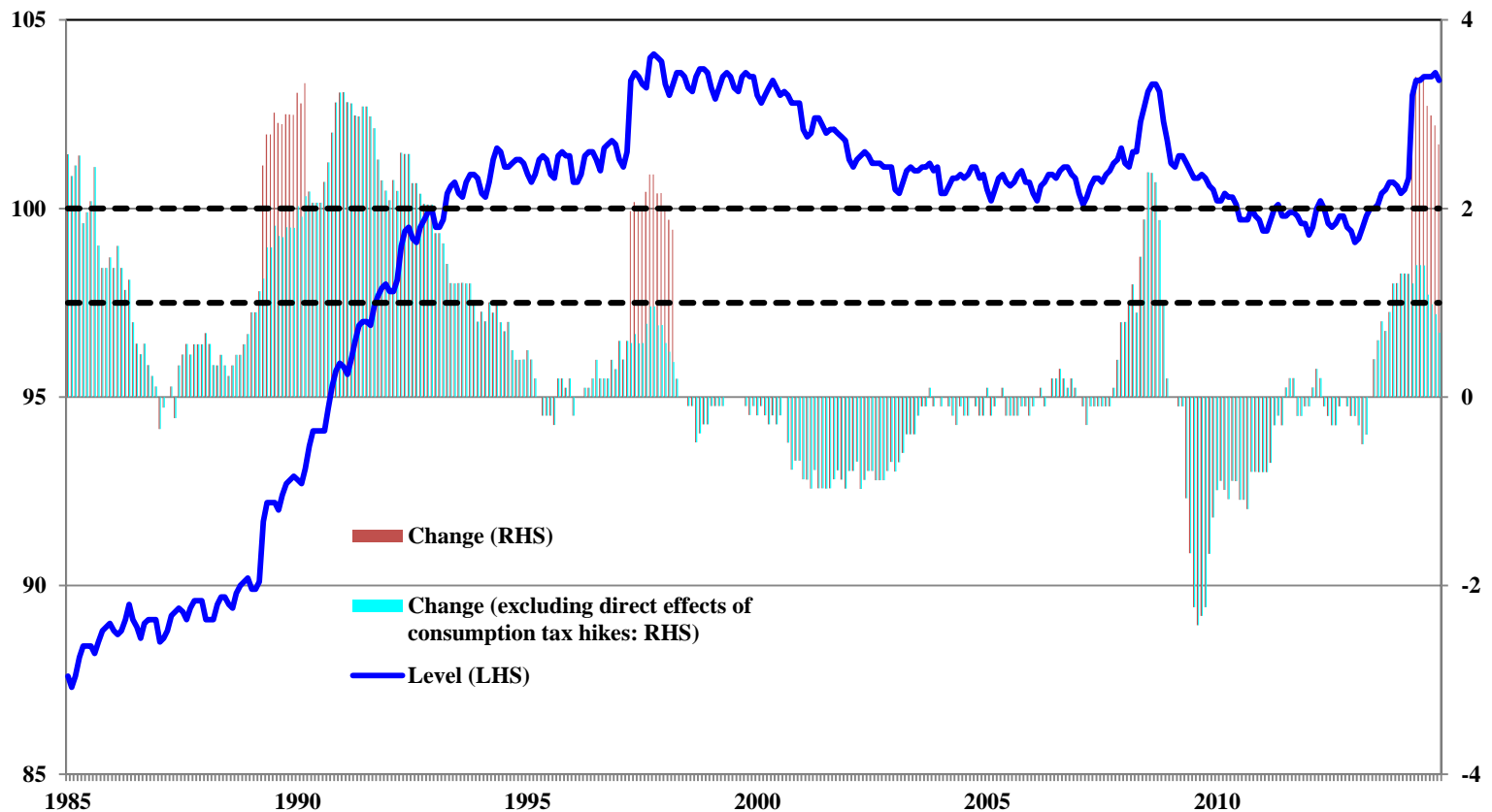
日本銀行での仕事

- 1972年日本銀行に入行後、様々な仕事、様々なポストを経験。
 - 総裁: 5年
 - 理事(企画局、金融市場局、決済機構局、金融研究所): 4年
 - 企画局: 8年
 - 金融市場局: 7年
 - 支店(岡山、大分): 3年半
 - 信用機構局: 3年
 - 金融研究所: 2年半
 - 国際局: 2年半
 - シカゴ大学: 2年
 - 調査統計局: 1年半
 - その他

金融政策の役割に関する理解 : 1980年代前半の日本の議論

- 「金融政策とは、金融当局が金融政策のこのような影響、効果を振りどころにして、たとえば雇用状態、物価上昇率、金融市場の安定性等、経済のいくつかの側面を社会的に望ましい方向に誘導したり、あるいは望ましい状態を維持しようとするものと理解できる」(1983年、岩田規久男・堀内昭義著、「金融」、193頁)

消費者物価上昇率の推移



1989年前半の金融政策に関するマスコミ論調 (日経新聞社説)

(3.4) **日米の公定歩合の差4.5%の重み** 「日銀は2年ほど前、金融引き締めを本気でやろうとしたことがある。その理由は通貨供給量が年率で2ケタふえ続けていたことにあった。従来の金融政策の常識からいえば、その発想も当然であった。……しかし、その後も通貨供給の伸びが続いているのに、いまだに物価は超安定状態を保っている。……しかし、日本の対外的な政策課題ないし目標を考えると、実際の政策の方向はおのずと決まってくる。それは、現状維持の金融政策をできるだけ長く続ける道である。対外的な課題は、内需拡大を持続させ、それをテコに輸入を増やし黒字不均衡を是正していくことである。……日本には総需要超過という形のインフレ圧力はない。インフレ対策よりも個別の物価政策が、いまこそ出番である。」

1989年前半の金融政策に関するマスコミ論調 (続き)

(4.22) **自分勝手な利上げ競争は回避せよ** 「日本はどうか。……貿易黒字は再び黒字に転じている。よほどインフレ懸念がはっきりしないかぎり、利上げには慎重な姿勢が必要であろう。」

(5.31) **金利偏重より総合調整を** 「米欧の相次ぐ利上げを横目にずっとアンカー役に徹してきた日銀が利上げに動いたが、その波紋は小さくない。とくに世界の金融資本市場がG7協調体制に疑問をもっているときだけに、市場に波乱の芽を残す心配がある。……ここで重要なことは金融政策にばかり依存しない総合的な政策調整である。」

「ドーンブッシュの法則」

“The crisis takes a much longer time coming than you think, and then it happens much faster than you would have thought, and that’s sort of exactly the Mexican story. It took forever and then it took a night.”

” Five Lessons for Economists From the Financial Crisis” by Olivier Blanchard (2013年4月)

#1: Humility is in order.

#2: The financial system matters — a lot.

#3: Interconnectedness matters.

#4: We don't know if macro-prudential tools work.

#5: Central bank independence wasn't designed for what central banks are now asked to do.

パート2: 中央銀行: 中央銀行論と私の実感のギャップ

1. 中央銀行の目的。物価の安定とだけ捉えるのは狭い。中央銀行の長い歴史。
 - 物価の安定と金融システムの安定。より一般的に言うと、ノミナル・アンカーの提供。⇒スライド13、14、15
2. 中央銀行は金融政策だけでなく、銀行業務を含め、幅広い業務を通じて、目的を遂行している。⇒スライド16、17
3. 金融政策や広くマクロ経済政策の失敗は短期的な景気・物価見通しの失敗によって引き起こされるというより、政策運営の基本となる考え方の失敗によって引き起こされている。
 - 円切り上げ、バブル、不良債権問題等。
4. 経済予測の難しさもさることながら、現状を正確に把握すること自体が難しい。
5. 中央銀行の独立性の理解。
 - Fiscal dominance vs. social dominance。時代の「政策思想」、「空気」の怖さ、世の中の共感を得る努力の重要性。

中央銀行：中央銀行論と私の実感の ギャップ（続き）

6. 合議体による決定の意味

- 総裁個人による決定vs.合議体（委員会）による決定。
- 合議体であることのインプリケーション。「中央銀行としての判断」、フォワードガイダンス、目標物価上昇率。
- 委員会制度の意義 多様な意見を集められる可能性、独立性に対する正統性の賦与。

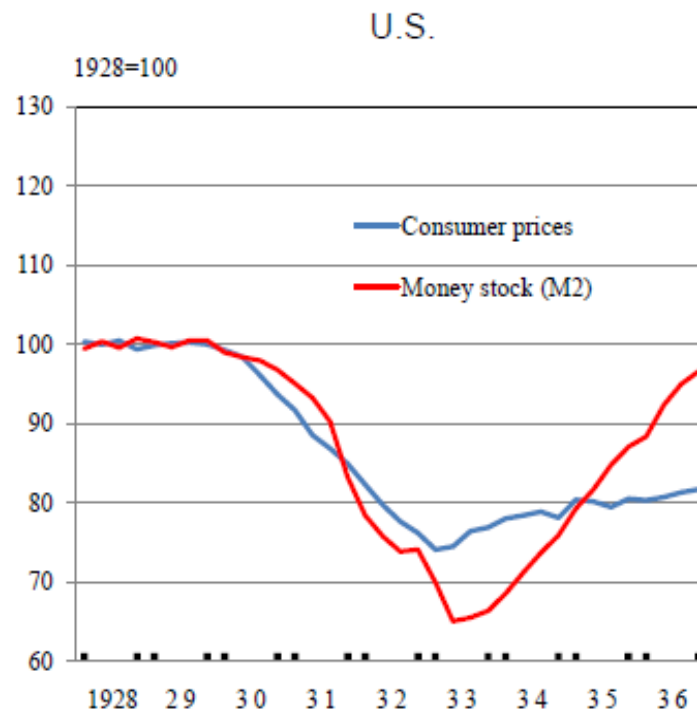
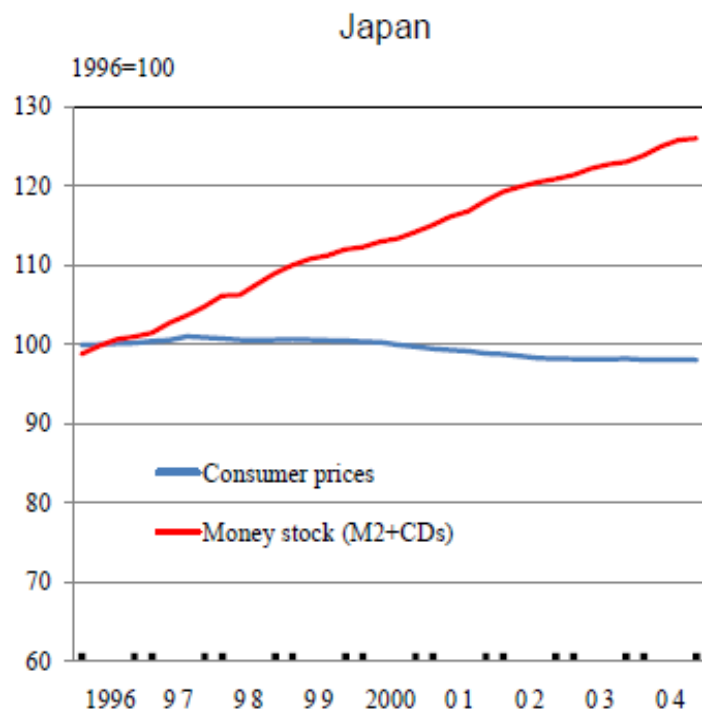
7. 中央銀行という組織の重要性

- 管理通貨制度はアンカー役を必要とする。
- 永続的に学習を続ける組織（ever-learning institution）。
- スタッフ
- 組織文化

アンカーとしての中央銀行に期待される役割

1. 金融システムの崩壊を防ぐ
2. バブルの発生を防ぐ
3. 物価の予測可能性を維持する

金融システムの崩壊を防ぐことが1930年代のような不況、デフレを防ぐ上で極めて重要。



Source: Shirakawa(2011), "Bubbles, Demographic Changes and Natural Disasters"

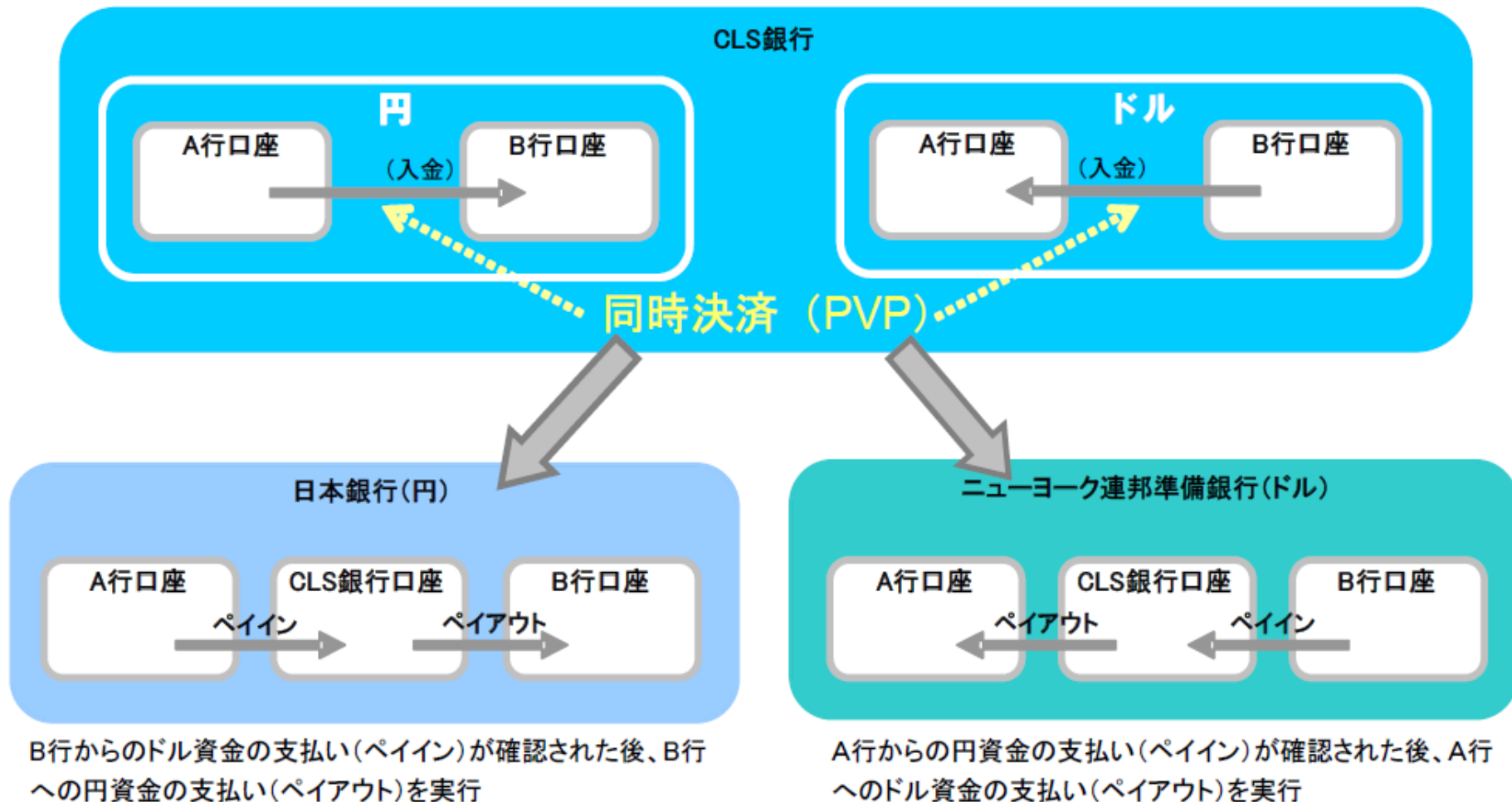
フリードマンのAEA会長講演

("The Role of Monetary Policy" ,1968)

The first and most important lesson that history teaches about what monetary policy can do--and it is a lesson of the most profound importance--is that **monetary policy can prevent money itself from being a major source of economic disturbance...** There is therefore a positive and important task for the monetary authority--to suggest improvements in the [monetary] machine that will reduce the chances that it will get out of order, and to use its own powers so as to keep the machine in good working order... **A second thing monetary policy can do is [to] provide a stable background for the economy... Our economic system will work best when producers and consumers, employers and employees, can proceed with full confidence that the average level of prices will behave in a known way in the future--preferably that it will be highly stable.**

外国為替決済の時差リスク解消

A銀行がB銀行に対して円を売却し、ドルを買うケース



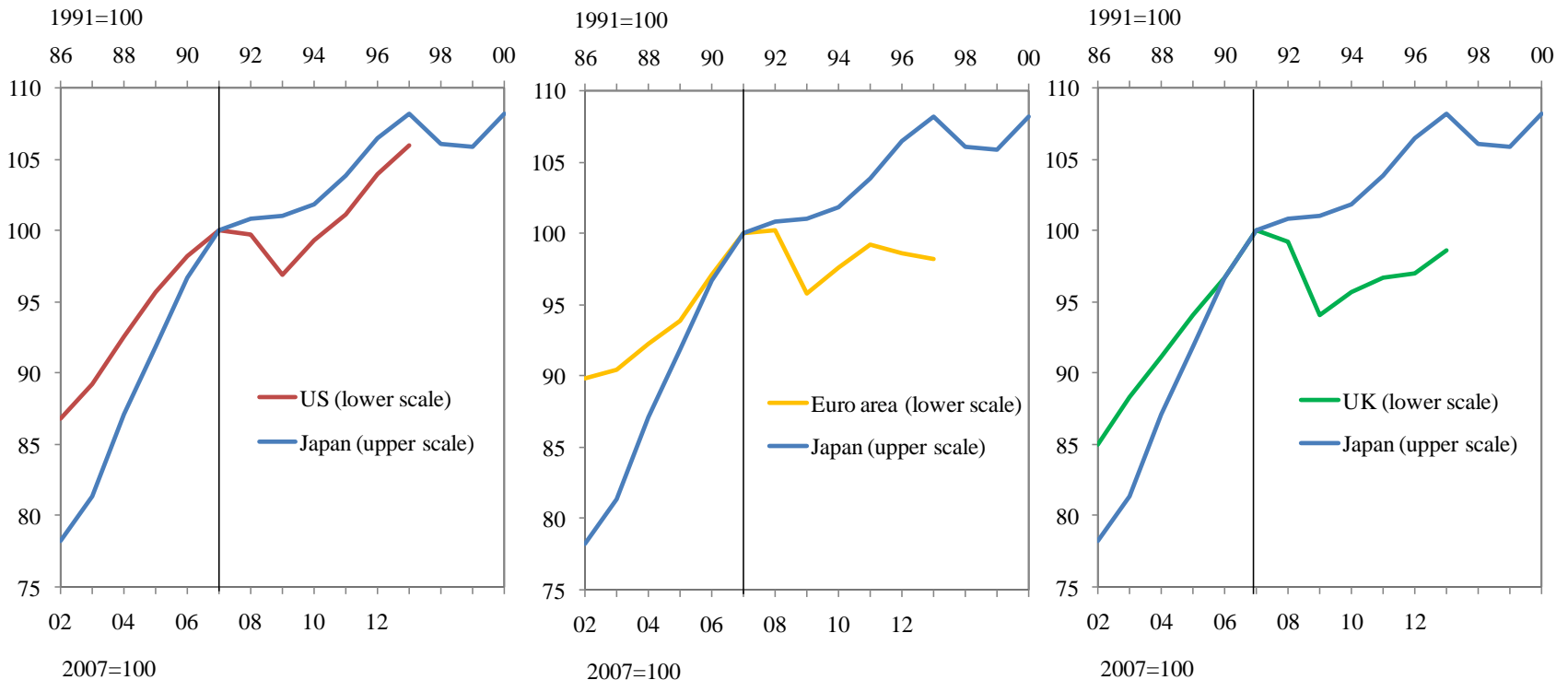
日本の資金決済システム：30年前と現在

- 決済モード：時点決済⇒即時グロス決済(RTGS)
- 日銀小切手の物理的搬送⇒日銀ネット
- 日銀の口座移動可能時間：午前9時～午後3時⇒午前8時半～午後7時
- 内国為替：銀行間決済は翌日⇒1億円以上はRTGS、1億円未満は時点ネット決済(営業終了時点)。
- 円・ドルの外国為替取引のドル決済：チェース東京支店の口座振替⇒CLS決済(中央銀口座による同時決済)

パート3：金融政策上の幾つかの重要な 論点

- 現在の日本経済の本質的な課題は何か？ ⇒スライド19、20、21
- デフレの危険をどのように理解すべきか？ ⇒スライド22、23
- 非伝統的政策の有効性
 - そもそも金融緩和政策が効果を発揮するメカニズムをどのように理解するか？
 - ✓ 将来から現在への支出タイミングのシフト(異時点間の代替)
 - ✓ 他地域からの需要のシフト
- 世界的にみて、バブルや金融危機の発生頻度が高まっているのは何故か？
 - 過剰債務の発生理由
- 国際通貨制度
 - 先進国の金融緩和政策のスピルオーバーとフィードバック、ゼロ金利制約の意味、安全通貨需要 ⇒スライド24、25

バブル崩壊後のGDPの推移：国際比較



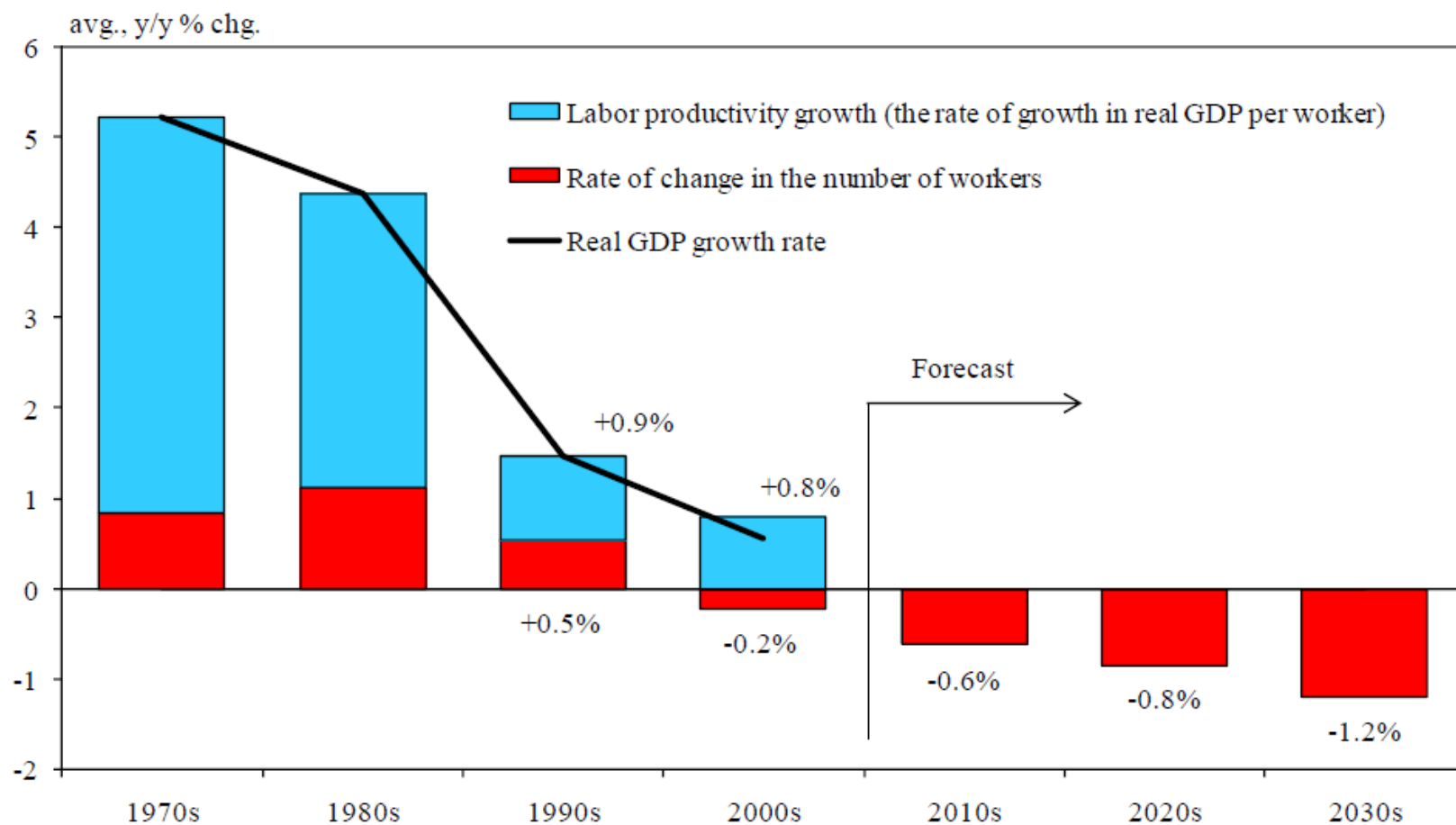
成長率の国際比較

y/y compound, % chg.

	Real GDP				Real GDP per capita				Real GDP per working-age			
	Last 20 yrs	Last 15 yrs	Last 10 yrs	Last 5 yrs	Last 20 yrs	Last 15 yrs	Last 10 yrs	Last 5 yrs	Last 20 yrs	Last 15 yrs	Last 10 yrs	Last 5 yrs
JP	0.8	0.9	0.6	1.5	0.7	0.8	0.6	1.6	1.4	1.6	1.5	2.4
US	2.5	1.9	1.6	2.2	1.5	1.0	0.7	1.5	1.4	1.0	0.8	1.7
DE	1.3	1.2	1.2	1.9	1.2	1.2	1.3	1.9	1.4	1.3	1.3	1.8
FR	1.6	1.3	0.9	1.0	1.0	0.7	0.3	0.5	1.2	0.9	0.6	1.1
UK	2.1	1.8	1.2	1.7	1.8	1.5	0.8	1.5	1.7	1.5	0.9	1.8
IT	0.6	0.2	-0.5	-0.5	0.2	-0.3	-1.0	-0.9	0.5	-0.1	-0.8	-0.7
CA	2.6	2.2	1.9	2.6	1.5	1.1	0.8	1.4	1.5	1.1	0.9	1.8
G7	1.6	1.4	1.0	1.5	1.1	0.9	0.5	1.1	1.3	1.0	0.7	1.4

JP: Japan, US: United States, DE: Germany, FR: France, UK: United Kingdom, IT: Italy, CA: Canada. G7 is simple average of corresponding countries. Total population and working-age population for 2014 are extrapolated by the growth rates in 2013. The highest number for each column is highlighted by red.

日本経済の成長率の見通し



デフレを懸念する理由：教科書的説明

- 支出の繰り延べ
- 債務の実質負担の増加
- ゼロ金利制約による実質金利の上昇

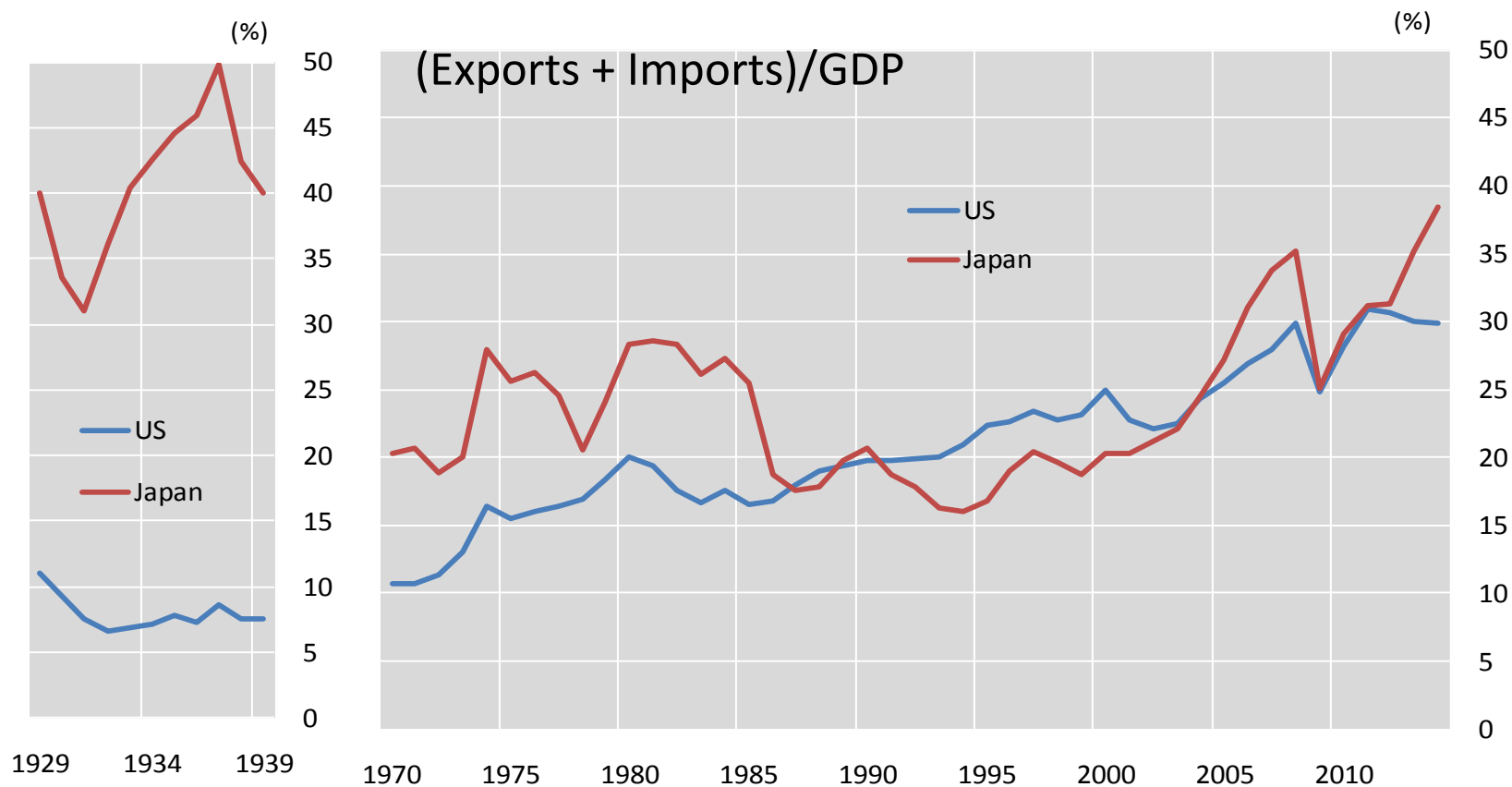
- 上記メカニズムによる支出の減少と、それによる物価の一段の下落



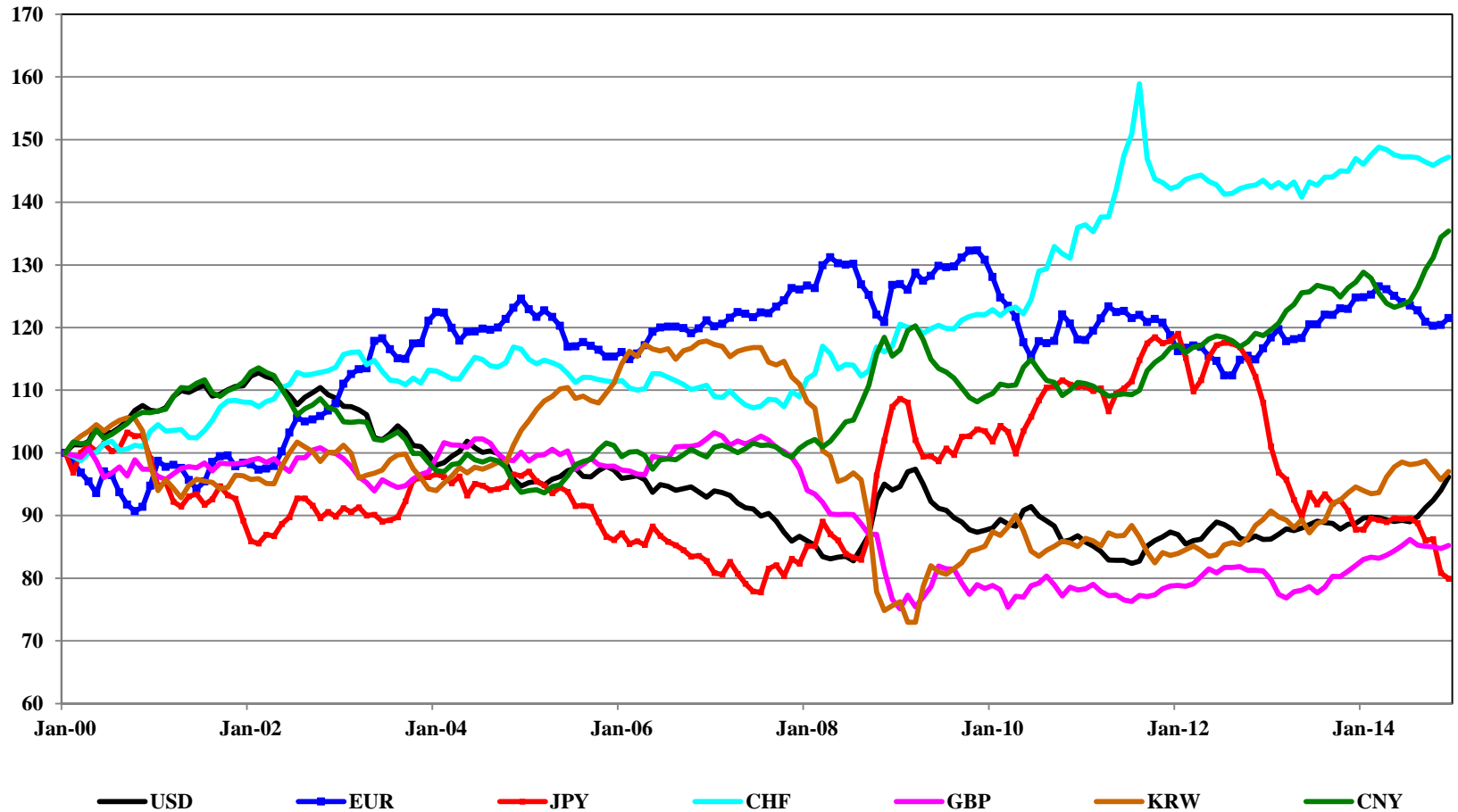
デフレ・スパイラル

日本でデフレ・スパイラルは発生したか？

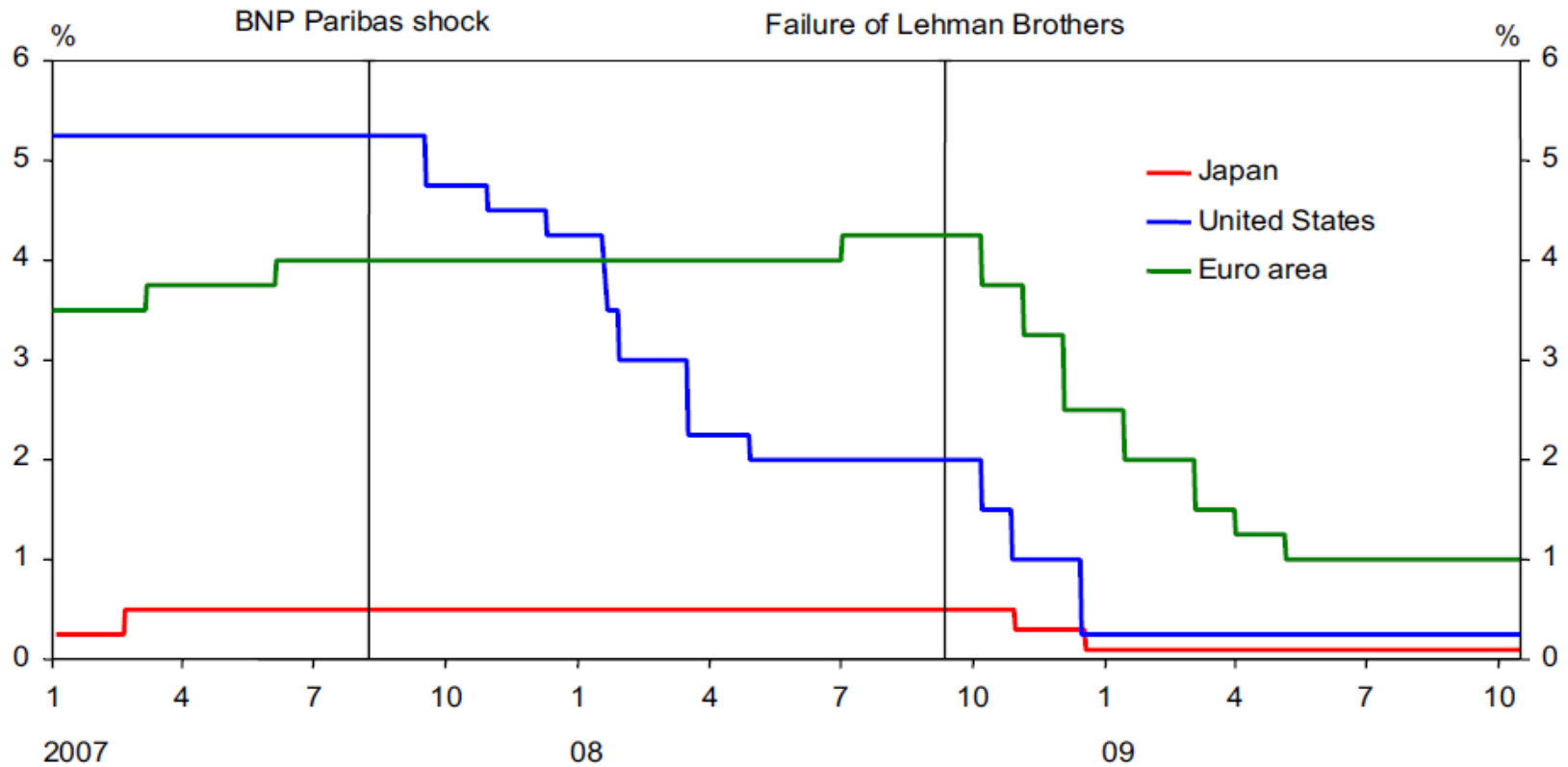
対外開放度の大きな違い：1930年代と現在



為替レートの変動: キャリートレードとsafe-haven currency flow



リーマン破綻時の政策金利



パート4：中央銀行や金融政策に関する研究への私の期待

- 基本的な問題に対する骨太の研究と情報発信の重要性
- 日本は世界に先駆けて問題を経験
 - バブル、金融危機、「デフレ」、急速な高齢化と人口減少
 - 日本における政策論議の構図、米国の「ソフトパワー」
- 前述の「ギャップ」の解消
- 現在の関心事項
 - 各国の社会契約の違い
 - 人間の判断のバイアス

ご清聴ありがとうございました