

中央銀行の本質を再考する

中央銀行の公共性、銀行性、
独立性および一般原則

小栗誠治

Seiji Oguri

滋賀大学 / 名誉教授

日本銀行はわが国の中央銀行として1882年(明治15年)に創設された。それ以降130年余の歴史の中においても2013年4月から実施されたいわゆる「異次元」の金融政策ほど、われわれに中央銀行の本質や原点について再考を迫る事態はない。

中央銀行は金融市場や通貨の流通の中心にあって「銀行業務(banking)」を営み、それを通じて「物価の安定」と「金融システムの安定」を追求し、実現しようと努める一国の中核的な銀行である(ただし欧州中央銀行(ECB)は一国だけでなく19か国共通の中央銀行)。このように中央銀行は何よりも公共目的を追求しその実現をめざす機関であり、この点で民間銀行のように利潤の追求を第一の目的とする機関とは明白に異なる。

一方、中央銀行は公共的性格を有する機関であるものの、政府とは本質的に異なる性格を有している。政府の場合は通常「市場の外から」市場に対して政策を実施するのに対し、中央銀行は「市場の中(in the market)」にあって市場のメカニズムに即して機能する。中央銀行の最大の特質は「市場の中の銀行」という点にあり、「市場性に沿った独自の存在」である。中央銀行は、実務の面から見れば市場の中で「銀行業務」を行っており、目的の見地からいえば「金融政策」を実施している。このように「銀行業務と金融政策の表裏一体性」というところに中央銀行が市場的であることの本質が現れている¹⁾。

さらに、上記の公共目的を追求するに当たっては、一般に政府や政治からの独立性が中央銀行に付与されている。中央銀行の独立性の内容や金融政策の有効性との関連等については議論のあ

1) 西川元彦(1984)p.2.

り得るところだが、政府自身が金融政策を運営すればインフレを招来しがちとなり、通貨の安定が損なわれる懸念が大きい。金融政策の運営を政府から分離し中央銀行に独立性を与えることによって中央銀行は短期的な利害から遮断されて通貨の安定を目指すことができるという考えは、歴史から学んだ知恵でもある。

本稿では中央銀行を「公共目的を使命とする政府から独立した銀行」と規定する。こうした中央銀行の概念規定をもとに、以下、Ⅱでは中央銀行の公共目的に焦点をあて、中央銀行の目的、中央銀行が行う金融操作の実態、近年の中央銀行の政策枠組みとその評価について論じる。Ⅲでは中央銀行の銀行的性格、銀行券の債務性や政府紙幣との違い、シーニョレッジ問題、「最後の貸し手」機能について検討する。Ⅳでは中央銀行の政府や政治からの独立性に関する近年の変化や憲法との関係について考察する。これらの検討を通じてⅤでは中央銀行の本質あるいは中央銀行の哲学を改めて確認する。最後にⅥでは中央銀行が金融政策を実施する上で保持すべき一般原則を提示する。

Ⅱ 中央銀行の公共目的

1. 中央銀行の目的は何か

—「通貨の安定」の追求

中央銀行の目的を検討するに当たり、まず通貨について基本的なことを確認しておこう。現代の通貨は中央銀行と民間銀行の両者によって発行されている。中央銀行が発行する通貨（中央銀行通貨）には2つのタイプが存在する。すなわち、銀行券と当座預金（準備預金）である。中央銀行通貨

は最も安全性と流動性の高い通貨である。さらに、民間銀行が発行する要求払い預金も決済手段として通貨の機能を果たしており、これは預金通貨と呼ばれる。預金通貨は民間銀行の「信用創造」という特殊な機能により発行される。このように通貨は中央銀行通貨と預金通貨の2つの通貨から構成されている。

以上を踏まえ、中央銀行の目的を改めて規定すれば、それは「通貨の安定 (Monetary stability) を維持すること」である。ここでいう「通貨の安定」は次の2つの「安定」から構成されている。1つは、中央銀行が発行する「中央銀行通貨（銀行券、当座預金〈準備預金〉）の安定」であり、これは中央銀行の「物価の安定 (Price stability)」という目的に相当する。2つは、民間銀行が発行する「預金通貨の安定」であり、これは中央銀行のもう1つの目的である「金融システムの安定 (Financial system stability)」に対応する。なお、預金通貨の安定を図るという意味は、民間銀行の破綻を認めないということではなく、金融システム全体の決済サービスを継続的に維持することを意味している。

このように中央銀行が責任を有するのは、「物価の安定」と「金融システムの安定」の両者を包含する「通貨の安定」である。すなわち、中央銀行の役割とは平時や危機時を問わず通貨を適切に供給することであり、それが平時の場合は金融政策、危機時の場合は金融システム安定策と呼ばれる。

2. 中央銀行は何を行っているのか

上記で述べた「通貨の安定」という公共目的のもと、中央銀行が行う実際の金融操作は何を意味しているのか、またどのような帰結をもたらすの

か、さらに中央銀行のビジョンの観点から中央銀行は何を行うべきであり、何を行うべきでないのか、以下ではこうした点について検討する。

(1) 中央銀行通貨の安定

— 国家の統合バランスシートの管理

(中央銀行の金融操作の実態は何か)

中央銀行が行う実際の金融操作は何を意味しているのか。結論を先に述べれば、政府と中央銀行のバランスシートを合体した「国家の統合バランスシート」の視点からみた時、中央銀行の金融操作の実態は、物価目標等の達成を目指す中で、国家の統合バランスシートの債務構造を管理し、変化させることである。

金融政策は異なる金融資産の等価交換を行う操作であり、財政のように富や所得を一方向的に移転する不等価交換を行う操作ではない。このため金融政策により国民を豊かにすることは直接にはできない。中央銀行は無から有を生み出せる「打ち出の小槌」のような存在ではない。

金融政策の検討に当たっては、バランスシートを念頭において考えることが有用である。例えば、金融緩和のため中央銀行が民間銀行から国債を購入する場合を考えよう。これにより中央銀行のバランスシートにおいては国債保有額と準備預金が増加し、マネタリーベースが増加する。一方、民間銀行のバランスシートにおいては国債保有額が減少し準備預金が増加する。つまり、民間銀行においては、その資産構成が変化するだけであり、バランスシートの規模は変化せず、マネースtock(預金)の規模も変わらない。マネースtockが増加するかどうかは、次のステップで、民間銀行が貸出を増加させるかどうかにかかっている。も

し民間銀行が貸出を増やせばマネースtockは増加するし、そうでなければそれ以上の変化は生じない。

他方、政府と中央銀行を合体した「国家の統合バランスシート」の視点から金融政策をみれば、中央銀行による国債の購入は、購入以前に比べて財政赤字をマネタリーベースによってファイナンスする割合を増やし、市中消化の国債でファイナンスする割合を減らす操作である。このため中央銀行の国債購入によって結果的に起きていることは、国債管理政策への中央銀行の組み込みが進むという事態である。これに伴い政府の財政規律が弛緩し、財政赤字の拡大傾向を助長するようなことになれば、大きな問題である。

以上みてきたように、中央銀行の実際の金融操作は、マネースtockを直接的に変化させるものではない一方、国家の統合バランスシートを管理し、変化させる。こうした金融操作の結果、中央銀行にネットの損失が発生した場合は、シーニョレッズ所得の減少を通じて中央財政への納付金が減少することとなり、長期的には増税かあるいは政府支出の減少をもたらす帰結になる(中央銀行にネットの利益が発生した場合は、これと逆の結果をもたらす)。

(中央銀行は何を行うべきか)

上記の中央銀行の金融操作の帰結や政府との関係を踏まえた時、中央銀行は何を行うべきであり、何を行うべきでないのか、あるいは中央銀行のビジョンをどのように捉えるべきであろうか。これに関してはいくつかの競合する見解が存在する²⁾。

一方の極に「ミニマリスト (minimalist)」の見解が存在する。その代表格のグッドフレンド

2) Tucker, Paul, (2017) pp.5-6.

(Goodfriend) によれば、中央銀行の介入の適切な範囲は、短期金利を誘導するため、短期国債を中央銀行通貨に交換するオープンマーケット・オペレーションに限定されると主張する。また、「最後の貸し手」機能は中央銀行通貨に対する総需要のショックにアコモデートすることに限定され、中央銀行が短期金融市場において個別銀行間の準備の配分問題に携わる役割(バンキング政策)を「最後の貸し手」機能として認めない。さらに、金利がゼロ下限に達した時、中央銀行に利用可能な唯一の手段は政策金利の将来パスの予想を誘導すること(「フォワードガイダンス」)のみであり、それ以外の政策(量的緩和、信用緩和など)は財政政策の範疇であると主張する。また、ブイター(Buiter)は、中央銀行の「ナロー・セントラル・バンキング(narrow central banking)」への回帰を提唱する³⁾。ナロー・セントラル・バンキングとは狭義に定義された金融政策(「物価の安定」)と「最後の貸し手」機能にのみ責任を有する中央銀行のことを意味しており、規制・監督機能を有しない。規制・監督機能は他の機関が引き受ける。また、ナロー・セントラル・バンキングでは、中央銀行がやむを得ず準財政的行動をとる場合は政府がその損失を完全に補償すべきであり、中央銀行のバランスシートの規模は金融危機以前の状態に縮小すべきであるとする。さらに、岩村は、日本における異次元金融緩和の効果も念頭におきながら、中央銀行の金融政策は短期的な景気対策のために用いるのではなく、通貨発行者にしか担うことのできない価値尺度の提供とその信認確保に徹すべきであると主張する⁴⁾。

他方、これの対極に位置する「マキシマリスト(maximalist)」の見解では、中央銀行は統合バ

ランスシートを自由にコントロールする権限を持っていると主張する。例えばバーナンキ(Bernanke、元米国連邦準備制度理事会議長)は、中央銀行はあらゆる手段を使って信用を供与することも収縮することもできると主張する。この見解では中央銀行は財政当局と極めて似たような存在になるため、民主主義社会のもとで中央銀行に合法的な権限を付与するという主流派の考え方と適合しなくなる。国家の権限が縮小される一方、選挙で選ばれないセントラルバンカーに国家の権限が奪われる(あるいは権限を引き渡す)ことになる。

根本的な問題は、選挙で選ばれないセントラルバンカーが多数決主義の統制を破って政策を実施することに伴う損失と、中央銀行が信頼性のあるコミットメントを行い政策を実施することのメリットをどのようにバランスさせることが可能かということであるが、この問題に判断を下すことはなかなか難しい。政治家は国民から選挙で選ばれた存在であるため政策実施の正統性(legitimacy)を有する一方、政策に対する信頼性(credibility)に欠ける面がある。セントラルバンカーは中長期的観点から独立して政策を実行するため国民からの信頼性を有するが、選挙で選ばれていないため政策によっては正統性に欠けるという問題がある。このように正統性と信頼性の間にはジレンマが存在し、この点が民主主義社会において政策を実施する際のアルファでありオメガである。

(政策の「実行可能性(feasibility)」と「規範(norm)」)

中央銀行のビジョンや政策を検討するに当たり、行おうとする政策が「実行可能か否か」の「実行可能性(feasibility)の問題」と、その政策を「行うべ

3) Buiter, Willem H., (2014) pp.298-299.

4) 岩村充(2018) pp.174-178.

きであるか否か」の「規範(norm)の問題」を明確に区別することが大切である。中央銀行にとって「実行可能性」と「規範」の両基準をともに満たす政策こそ中央銀行のコア業務といえることができるが、そうした業務として次の3つの任務を挙げることができる⁵⁾。

1つは、物価の安定を図るといういわゆる狭義の金融政策である。この政策は目標とする中長期の物価動向は予測可能かつ安定的であるという信頼感の形成に中央銀行が努めることを意味する。もっとも、日本銀行が2013年4月から採用している「量的・質的金融緩和政策」においては2%のインフレ目標の達成が全く見えず苦闘しており、中央銀行がインフレ目標を掲げれば国民のインフレ予想がそこに収斂するという考え方も各国の国民の物価観等を踏まえた慎重な検討が必要である。

2つ目は金融システムの崩壊を防ぐことであり、中央銀行が「最後の貸し手」として流動性を供給することである。ただし、金融システムの問題の根源がソルベンシー(solvency)、つまり支払い能力の不足である場合には、単に流動性(liquidity)を供給するだけでは問題は解決しないので、政府による資本(capital)支援等の抜本的な政策が不可欠となる。

3つ目は、信用バブルの拡大を抑制する努力をすることである。金融政策だけでバブルの発生を防ぐことが可能であるとはいえないが、金融政策の運営が不適切な場合は、バブルが一層拡大することは十分あり得る。そういう意味で、信用バブルの拡大を抑制する努力を払うことは中央銀行の役割の1つである。ボルカー(Volcker、元米国連邦準備制度理事会議長)の「もし中央銀行が金融シ

ステムに対する関心や影響を失うならば、金融政策も金融システムもうまく機能しないだろう」という発言は中央銀行の役割に関し核心を突いた指摘である⁶⁾。

逆にいえば、上記の3つ以外の任務や目標の多くは中央銀行だけでは達成しにくい性格のものである(例えば、規制・監督機能、準財政的行動等)。それにもかかわらず、中央銀行が独立性をもっているが故に、財政と異なり中央銀行は「動きやすい」というだけの理由によって中央銀行が動く、あるいは政府は効果的な措置をとらずに中央銀行だけが動くということになると、結果として経済全体の問題がなかなか解決せず、ひいては持続的経済成長が実現しないこととなりかねない。近年の非伝統的金融政策をみると、金融政策に「できないこと」を「できる」といい(信じ)、その結果中央銀行として本来「すべきでないこと」まで「すべき」事態となった帰結であるように思われる。

(2) 預金通貨の安定

—モニタリング・考査による銀行業のバランスシートの把握・管理、「最後の貸し手」機能の実施

「中央銀行通貨の安定、すなわち物価の安定」と並ぶもう1つの「通貨安定」の柱の「預金通貨の安定、すなわち金融システムの安定」を追求するに当たり、中央銀行は常日頃からモニタリングや考査を実施するとともに、銀行等が不測の流動性不足に陥り、これが金融システム全般に連鎖的に影響を与えると見込まれる場合には、「最後の貸し手(Lender of Last Resort)」として当該銀行等に対し流動性を供与する。

モニタリングや考査を通じて中央銀行は銀行業のバランスシートを的確に把握し、これの管理

5) 白川方明(2015) pp.34-35.

6) Volcker, Paul, (1990) p.15.

に努めている。バランスシート管理の中心は以下の2点にあり、銀行業に自己の責任においてリスクに対処することを強く促すものである⁷⁾。①短期債務の一定割合は流動資産の保有によってカバーすること（もしこの一定割合が100%に設定されれば、短期債務は完全に流動資産でカバーされる。これは「シカゴ・プラン」あるいは「ナローバンク」に該当する）。②上記①でカバーされない債務および中央銀行の適格担保に該当しない資産（この資産分は中央銀行の「最後の貸し手」機能を受けることができない）については自己資本によって資金対応すること（資産ポートフォリオのリスクが高くなるほど、必要な自己資本も高まる）。

また「最後の貸し手」機能の内容についても、Ⅲの5で述べるように近年では、古典的な銀行への流動性供給に加えて、市場への流動性供給や外貨の流動性供給といった新しい機能の重要性が増している。

(3) 中央銀行のバランスシート管理の一般原則

上記の(1)、(2)で述べたような国家や銀行業のバランスシートを管理するに当たり、中央銀行はどの程度の権限や自由度を持っていると考えるべきであろうか。グローバル金融危機以降、中央銀行のバランスシートが巨額の拡大をみるに至った状況下、これは中央銀行にとって重要な課題である。中央銀行が自己のバランスシートを管理するに当たり基準とすべき原則は何か。この点に関し、タッカー（Tucker、元イングランド銀行副総裁）は以下のような6つの原則を提示する⁸⁾。

- ① バランスシートの操作に当たり、中央銀行は明確な操作の目的、権限および制約を持たなければならない。とりわけ重要な制約は、選

挙で選ばれない独立した中央銀行と選挙で選ばれた財政政策責任者との間の役割分担を明確に規定することである。

- ② 政策手段の使用に当たっては、アカウントابلで国民の理解が得られるよう、常に「極めて控えめ（parsimonious）」に対応しなければならない。
- ③ 中央銀行は、法で定められた目的の達成に沿う形で、自己の損失リスクを最小化すべきである。
- ④ 中央銀行は、資源配分への影響を最小化すべきである。中央銀行が民間債務を購入する場合はできる限り幅広い階層の債務を対象とすべきであり、個別の民間債務の選択はできる限り形式的に実行されなければならない。
- ⑤ 中央銀行は、目的達成のための包括的なコンティンジェンシー・プラン（危機時対応計画）を作成し、公表すべきである。
- ⑥ 中央銀行の任務か財政当局の任務か、その境界が明確でない事案に対しては、選挙で選ばれた政治家に早急に判断を求めべきである。また、政治家の判断に裏付けられた緊急対策は、中央銀行の目的に沿うとともに、資本（capital）の支援は行わないという規範の拘束を受けたものでなければならない。

上記の原則は、中央銀行と政府の責任分担の明確化、準財政的行動や資源配分への影響の抑制、中央銀行の自己資本の意義の確認など中央銀行のバランスシート政策のポイントを的確に押さえたものであり、全体として納得のいく原則であると評価できる。

7) Tucker, Paul, (2017) p.6。キング(King、元イングランド銀行総裁)は、バランスシート制約により銀行業に自己対応を促した上で、中央銀行の伝統的な「最後の貸し手」機能を「どんなときにも頼りになる質店(Pawnbroker for all seasons)」機能に転換することを提唱している(King, Mervyn, (2016) 邦訳pp.311-325)。

8) Tucker, Paul, (2016) pp.11-18.

3. 近年の中央銀行の政策枠組みとその評価

(1) 近年の中央銀行の政策枠組み

以上で検討してきた中央銀行の公共目的のもと、近年、世界のコンセンサスを得てきた中央銀行の政策枠組みはどのようなものであったのか、また、グローバル金融危機によりその政策枠組みはどのような評価を受けるに至ったのか、以下ではこのことを検討する。

近年の中央銀行の政策枠組みは、以下のような特徴を有するものであった⁹⁾。

第1は、金融政策の目的は専ら物価の安定にあるとする考え方である。これは、物価安定の実現こそ経済の持続的成長を達成する上で中央銀行のなし得る最大の貢献であるという理解であり、他方で金融システムの安定に対する配慮がとかく軽視されがちな傾向にあった。

第2は、物価安定と金融システム安定を明確に分離する二分法の考え方である。これは、物価の安定は金融政策によって、金融システムの安定は金融機関に対する規制監督(とくにマイクロ・プルーデンス政策)によって達成されるという考え方である。そうした理解のもと、両者を独立のものとして考え、それぞれの仕事を責任ある当局に委ねる、すなわち、物価安定は中央銀行に、金融システムの安定は規制監督当局に委ねるという考え方である。

第3は、中央銀行の独立性を重視する考え方である。これは、金融政策運営を政府から分離し中央銀行に独立性を与えることによって、中央銀行は短期的な利害から遮断されて通貨の安定を目指すことができるという考え方である。もちろん民主主義社会では独立性には当然アカウンタビリティを伴い、これを実現するために透明性が求められる。

第4は、各国が自国の経済の安定を目指して最適な金融政策を行うことは世界経済全体の安定につながるという考え方である。言い換えると、部分最適を追求すればグローバルな最適も実現されるという思想である。

グローバル金融危機以前に支配的であった中央銀行政策の枠組みの基本的な考え方は以上のようなものであった。

(2) 中央銀行の政策枠組みの評価と課題

しかし、2007年以降のグローバル金融危機を経験したことにより、上記の中央銀行の政策枠組みの考え方も再検討を迫られるに至り、以下のような様々な評価を受け、課題を抱える状況にある。

まず第1の物価安定であるが、この20年間の世界経済を振り返ってみた時、バブルは高いインフレ率のもとで起きているわけではなく、低インフレ率のもとで起きていることが分かる。インフレ率が低いので経済は大丈夫と中央銀行が考える中で、バブルは膨らんでいるのである。このため中央銀行が短期の物価安定に目標を絞って政策を実行すればバブルを見落とすことになる。もしバブルが崩壊し、金融システムの安定が損なわれると、長い目で見て物価の安定自体も損なわれてくる。中央銀行が目標とすべき物価安定は短期的な安定ではなく、中長期的な物価の安定である。

第2の物価安定と金融システムの安定の二分法に関しては、物価の安定と金融システムの安定は実は別々の目的ではなくて、両者は密接に関連している。そのため金融システムの安定を図っていくには、個別金融機関の経営を監視するだけでは十分でなく、経済全体、金融システム全体の安定をみていくことが大切であり、そのためにはマクロ経

⁹⁾ 白川方明(2015) pp.28-29.

済との相互作用も十分に分析し対応していくマクロ・プルーデンスの視点が大変重要である。

なお、ティンバーゲン定理（政策当局が複数の目標を達成したい場合には、その目標の数と同じ数だけの政策手段が必要である）の観点から物価安定と金融システム安定という2つの政策目標を考えた場合、上記のとおりこれら両者はそれぞれ独立した政策目標とはいえないため、この定理をそのまま本ケースに適用するのが適切かどうか再考の余地があろう。

第3の独立性およびこれと一体となったアカウントビリティ、透明性については、これ自体は非常に大事な考え方であるが、短期的な物価安定が重視される中で、短期の物価見通しでは捉えにくいリスクや重要であっても測定が難しいリスク（信用やレバレッジの拡大、期間ミスマッチの拡大、資産価格の上昇などの「金融的不均衡」）が軽視される傾向が生まれてきた。こうした傾向に陥るのを避け、本来の目的である中長期的な経済の安定の実現につながる制度や運営を工夫していくことが必要である。例えば、現在の日本銀行の政策が2つの柱、すなわち、①先行き2年程度の経済・物価情勢の点検、②より長期的な視点を踏まえた様々なリスクの点検という2つの点検を通じて運営されていることは、そうした工夫の1つといえる。

第4に、自国の経済の安定を目指して最適な金融政策を行うことは世界経済全体の安定につながるという考え方に関しても、結果的にはグローバルな金融緩和バイアスを生み出し、現実には、各国が部分最適を追求することが全体最適を保証するものでは必ずしもなくなっている。しかし、各国の中央銀行は自国経済の安定に責任を有すると

いう使命を前提にすれば、これに対する現実的に実行可能な解決はなかなか難しいといえる。

4. 小括

以上、中央銀行の公共的性格という観点から、その使命である「通貨の安定」を巡る問題に関して検討してきた。金融環境が変化する中において、中央銀行は今後とも最終的な決済手段としての中央銀行通貨の発行者として存続し、また国家の統合バランスシートを管理、変化させるような金融操作を実施し続けるであろう。加えて、今後フィンテック（Fintech）やデジタル通貨等の金融技術の発展に対応していくことも中央銀行の重要な課題となる。そのように考えると中央銀行は将来一層強力になる可能性が高い。

かかる状況を踏まえた時、中央銀行が今後チャレンジすべき課題は次の2点にあると考えられる¹⁰⁾。

1つは、グローバル金融危機以降、独立性を持った中央銀行の政策に対する期待や依存が極めて強まった結果、“the only game in town”の状況の中で中央銀行の役割が急速に拡大、深化したことの問題である（例えば、非伝統的金融政策、準財政的行動、規制・監督機能の拡大等）。中央銀行の本来の役割は平時の場合も危機の場合も適切な通貨量を粛々と供給することにあるとの考えに立ち返れば、これまでの拡大、深化した役割の意義や必要性を再検討した上、中央銀行の役割を適正なものへと戻すことに努めるべきであろう。

もう1つは、中央銀行が広く政府や国民からの支持や信認を受けることの重要性である。中央銀行に対する信認は中央銀行の努力だけで達成されるものではなく、政府や国民の支持や理解が不可欠である。中央銀行が望ましいと判断する政策

10) Tucker, Paul, (2017) p.12.

を的確に遂行できるかどうか、その政策が所期の効果を発揮できるかどうかは、政府や国民が中央銀行をどの程度信頼し、信認しているかに依存する。そうした支持や信認を得るため中央銀行は最大限の努力を払わねばならない。

さらに、より根本的には、金融政策の基本思想あるいは戦略についても多元主義的な考え方(pluralism)を採り入れることが重要であろう¹¹⁾。現在のオーソドックスな金融政策は「最適制御(Optimal Control)」の考え方に基づき実施されている。すなわち、将来の経済を予測して最適と考える状態を実現するように金融政策変数を操作するという戦略である。例えば金融政策の運営において、現実の実質金利が自然利子率と乖離しないように金利コントロールを行うというのは、最適制御の考え方に基づくものである。しかし、この戦略では、われわれの知識は非常に限られており、自らの予測能力、予知能力にどの程度、信を置くことが適当なのかというハイエク(Hayek)の指摘する根源的な問題に直面する。実際の政策決定は、いわゆる「ナイトの不確実性」の環境のもとで行われるという認識が極めて重要である。そこで、最適制御に代わるもう1つの戦略として、「最大損失を最小化する戦略(Minimax Strategy)」を考えることもできる。近年の中央銀行の政策枠組みが相当程度最適制御の方に傾き過ぎたことを考えれば、この政策枠組みをもう少し最大損失を最小化する政策の方に傾ける必要があるのではないか。このように金融政策の基本思想や戦略にも、バランスをとった多元主義的な考え方が求められる。

これに関連し、キング(King、元イングランド銀行総裁)は「大胆な悲観主義」に立った政策の必要性を強調する¹²⁾。今後の経済政策で最も必要と

されるのは一国の将来の生産性を高める思い切った政策であり、しかもそれに代わる選択肢は見当たらない状況のもとでは、将来を正しく悲観して、思い切った手を打つという「大胆な悲観主義」に立った政策がこれまで以上に必要であると指摘している。この考え方は上記の「最大損失を最小化する戦略」と相通じるところがあり、示唆的である。

III 中央銀行の銀行的性格

1. 中央銀行は銀行である

—「市場の中」の存在

以上、中央銀行の大きな特徴の1つである「公共目的を追求する機関」であるという点に関して検討を行ってきたが、本章では「中央銀行は銀行である」というもう1つの特徴について検討する。

中央銀行という言葉の中に「銀行」という文字がある。中央銀行も、銀行などを相手として、預金を受け入れ、貸出を行い、国債を購入するなどの銀行業務を行っている。このように、中央銀行の政策は銀行業務を通じて実行されている。通貨の発行や金融政策を行う任務は、なぜ政府ではなく、中央銀行という「銀行」が行うのだろうか。銀行業務の方法で通貨の発行・管理を行うことの意味は何か。

中央銀行が銀行券を発行する場合には、その見返りとして何らかの資産を手に入れる。すなわち、銀行券の発行は信用(債権・債務)関係を形成する形で行われる。例えば、中央銀行が銀行に貸出を実行した場合、その代金は銀行が中央銀行に保有する預金口座(中央銀行当座預金)に振り込まれ、こうして入手した預金を銀行が引出すことに

11) 白川方明(2015) pp.32-33. Haldane Andrew G. and Jan F. Qvigstad,(2016) pp.661-662.

12) King, Mervyn, (2016) 邦訳p.409.

より銀行券の発行が行われる。このため銀行券には、銀行に対する担保付きの貸出や債券などの資産の裏付けが存在している。そして、供給した通貨を吸収する必要がある場合には、中央銀行は貸出を回収するとか保有する資産を売却することにより余分な通貨を吸収することができる。

一方、政府が貨幣を鋳造するとか紙幣を印刷する方法だと、発行された通貨に対する裏付けがなく、一度供給した通貨を吸収することもできない(いわゆるフィアット・マネー)。もし政府紙幣がこうした形で発行されれば、それは購買力を失い、やがて誰も受け取らなくなるであろう。

銀行業務を通じて銀行券を発行するという方法は、通貨を適切に管理する上で、最も効率的で安全なシステムといえる。中央銀行は「銀行」であり、市場の中で銀行業務を営んでいる“in the market”の存在といわれる所以である。

2. 銀行券の債務性

中央銀行の銀行的性格、市場の中に存在し銀行業務を営むという中央銀行の特質に関連し、以下では、銀行券の債務性、銀行券と政府紙幣の違い、シーニョレッジの問題、中央銀行の「最後の貸し手」機能、中央銀行の自己資本などについてポイントのみを指摘しておきたい¹³⁾。これらのテーマはいずれも中央銀行の本質を理解する上で極めて重要な示唆を与えてくれる。

中央銀行は発行した銀行券を債務として認識し貸借対照表上の負債に計上している。銀行券がなぜこのように中央銀行の負債に計上されるのか、すなわち銀行券は中央銀行にとって債務か否かという問題は、通常ほとんど意識することはないが、そこには中央銀行の本質に迫る問題が潜んでいる¹⁴⁾。

金融取引の円滑性は、マネーのヒエラルキーの頂点に位置する中央銀行債務は「返済される」という大前提によって守られ、成り立っている。銀行券は期限こそ明示されていないものの、発行主体が回収の手続きをあらかじめ定めて、常に回収する状態を保ってこそ、通貨価値が維持される。中央銀行に還流しようとする銀行券の受取りを拒否すれば、市中に過剰な銀行券が蓄積されインフレを招来することになる。民間銀行が銀行券を中央銀行に持ち込めば、代わりに中央銀行当座預金を入手するか中央銀行貸出の返済に充てることができる。換言すれば、銀行券という中央銀行の債務は、中央銀行当座預金なり貸出返済なりで中央銀行に還流してくることになる。このように今日の不換銀行券といえども償還可能性(redeemability)を備えており、そうした意味で債務性を有している。なお、かつての兌換銀行券の場合は、上記の償還チャネルのほかに銀行券を提示して債務の履行を要求すれば正貨(金貨幣)を入手することができる兌換返済という独自の償還チャネルを有していた。

よく「中央銀行は輪転機を回して無制限にお札を刷ることができる」と表現されることがあるが、中央銀行を無から有を生み出せる「打ち出の小槌」のような存在だと過大評価してはならない。中央銀行が銀行券を発行する場合、民間銀行から割引手形、貸付、国債等の債権を受け取り、代わりに銀行券を供給する形の資産の等価交換を行っているものであり、銀行券だけを一方的に移転しているのではない。この点が政府の行う財政政策と決定的に異なるところである。中央銀行はその資産と負債を両建てで増やしているのである。銀行券は、それを保有する人々にとっては資産で

13) 筆者はこれらの諸テーマに関しこれまでいくつかの論文において検討してきた。該当する論文は以下の各テーマを説明する箇所の(注)において示した。

14) 詳細な分析は小栗誠治(2010)、同(2015)を参照のこと。

あるが、中央銀行にとっては借用証書たる債務である。このため、中央銀行は資産の健全性を保つことなく銀行券をむやみに発行することは許されない。

3. 銀行券と政府紙幣の相違

次に中央銀行が発行する銀行券と政府が発行する政府紙幣は原理的に一体どこが違うのであろうか¹⁵⁾。結論的にいえば、両者は、同じ通貨であっても、①発行が「信用(債権・債務)関係」を通じたものか否か、②発行が「内生的」か「外生的」か、③発行が「ビジネス行為」か「行政行為」かといった点において、全く質が異なるのである。すなわち、中央銀行券は信用関係を通じて内生的に発行され、その行為はビジネス行為であるのに対し、政府紙幣は信用関係とは無関係に外生的に発行され、その行為は行政行為といえる。このように両者は全く質の異なる通貨であることを認識することが重要である。

政府紙幣を発行することは、信用関係の中で生成、消滅する信用通貨の基本原則を破るものであり、歴史を大きく元に戻すものといえる。歴史を振り返れば、通貨の発行を国家の手から離し、中央銀行という制度を形成してきたことが一番の根幹のところであり、そうした教訓を忘れてはならない。

4. シーニョレッジ問題

通貨の発行特権を行使することに伴い政府や中央銀行に発生する利益をシーニョレッジと呼ぶが、これには2つのタイプがある¹⁶⁾。1つは「機会費用シーニョレッジ」(通貨発行の見合い資産から得られる金利収入と通貨の製造原価等の差額)であり、もう1つは「マネタリー・シーニョレッジ」(通

貨残高の増加額と通貨の製造原価等の差額)である。前者は中央銀行の銀行券発行に伴い発生する利益であり、後者は政府の貨幣(硬貨)発行に伴い発生する利益である。

もし中央銀行が銀行券発行の見返りに取得した金融資産を将来にわたり永久に保有し続けると仮定すれば、言い換えれば、保有する見返り金融資産を中央銀行が途中で売却し銀行券を回収することはないと仮定すれば、理論的には「銀行券発行の利益の割引現在価値」は「貨幣(硬貨)発行の利益」に等しくなる。このため、長期的に見れば、銀行券発行の利益を「機会費用シーニョレッジ」で捉えようと「マネタリー・シーニョレッジ」で捉えようと同じになるので、シーニョレッジをどちらの方法で捉えても問題ないと主張されることがある。

しかし、このことは論理的には正しくても、金融政策論として考えた場合には大きな問題がある。その問題とは、中央銀行は保有する金融資産を将来にわたり売却せず満期が到来しても借り換えにより永続的に継続保有すると仮定する点にある。つまり、この仮定は銀行券の債務性を実質的に否定しているのである。将来の経済状況如何によりインフレを抑制する事態が発生すれば、中央銀行は保有する金融資産を売却し銀行券の回収を図ることが当然あり得る。近年の非伝統的金融政策のもとで大量に購入された金融資産は、その政策の終了とともにいずれ売却される必要がある。銀行券の発行により入手した金融資産を将来にわたり永続的に保有し、これを減らすことがないと仮定することは、中央銀行の金融政策そのものを否定することに他ならない。

15) 詳細な分析は小栗誠治(2015)を参照のこと。

16) 詳細な分析は小栗誠治(2000)、同(2006)、同(2015)を参照のこと。

5. 「最後の貸し手」機能

(1) バジヨット原則

中央銀行の「最後の貸し手 (Lender of Last Resort)」機能は、物価の安定という狭義の金融政策と並ぶ中央銀行のコア業務である¹⁷⁾。「最後の貸し手」機能に関しては、バジヨット (Bagehot) がその著書『ロンバード街－金融市場の解説』(1873年)において、金融危機時に中央銀行の採るべき行動について「バジヨット原則」と呼ばれる有名な基本原則を提示した¹⁸⁾。すなわち、「金融危機の動揺を防ぐために、中央銀行は、ソルベントであるが一時的な流動性不足 (solvent but illiquid) に陥った銀行に対し、優良担保を徴求のうえ、高金利(ペナルティ・レート)で、無制限に貸出を行うべきである」。バジヨット原則に関しては、ソルベンシーと優良担保の関係、担保評価の問題、流動性とソルベンシーの識別、ペナルティ・レートの含意など検討すべき重要な課題が存在するが、この点について筆者は別稿(2016年)において詳細な考察を行ったところである。

バジヨット原則は当時の金本位制のもとにおいて金融危機が発生した際に中央銀行が採るべき原則を示したものであるが、この金言(dictum)は進化を遂げつつも現代のセントラルバンカーに対しても重要な指針として引き継がれ、現在も生きている。

(2) 「最後の貸し手」機能の進化

近年の2007年のグローバル金融危機以降、金融資本市場の深化とグローバル化を背景に、危機の伝播メカニズムに大きな変化が生じ、これに伴い「最後の貸し手」機能の概念も拡張してきた。

金融危機時における中央銀行の「最後の貸し手」機能の発動にあたっては、「システミック・リスクの顕現化の恐れがあること」という前提が根源的なものであった。従来の「銀行型システミック・リスク」においては、システミック・リスクに至る経路として銀行間の債権・債務関係を通じて危機が伝播するメカニズムが想定されていた。しかし、今次のグローバル金融危機においては、これまでの銀行だけでなく、銀行と類似の財務構造を持った証券会社やヘッジファンド等のノンバンクによるシステミック・リスクが発生し、大きな問題となった。こうしたシステミック・リスクは「銀行類似型システミック・リスク」と呼ぶことができる。さらに今回の危機においては、上記のタイプとは異なる新しい形のシステミック・リスクを経験した。それはある特定の資産市場の価格が急落することにより、資産の市場流動性が大幅に低下し、最悪の場合は市場流動性が枯渇してしまうというシステミック・リスクである。これは「市場型システミック・リスク」と呼ばれる新しいタイプのシステミック・リスクである。

こうしたシステミック・リスクの性格の変化に対応し、金融危機時の中央銀行の「最後の貸し手」機能も、従来の「銀行型システミック・リスク」に対応した「古典的な最後の貸し手」機能のほか、この系譜に連なる「銀行類似型システミック・リスク」に対応した「銀行類似機関に対する最後の貸し手」機能、さらには、新しい「市場型システミック・リスク」に対応した「最後のマーケット・メーカー (Market Maker of Last Resort)」機能へと、その概念を拡張してきた。加えて、金融グローバル化を背景として生まれた「グローバル型システミック・リスク」に対応した「最後のグローバルな貸し手

17) 「最後の貸し手機能」に関する詳細な分析は小栗誠治(1999)、同(2016)を参照のこと。

18) Bagehot, W., (1873).

(Global Lender of Last Resort) 」と呼ばれる機能(例えば中央銀行間の外貨スワップ協定に基づく外貨資金の供給など)も発展した。

6. 中央銀行の自己資本

中央銀行の銀行的性格、銀行券の債務性の検討に関連し、中央銀行の自己資本について触れておきたい¹⁹⁾。中央銀行の自己資本の役割に関しては、中央銀行やIMF関係者からはその重要性が主張されることが多いのに対して、学者は中央銀行にとって自己資本は重要でないという見方をとることが多い。

しかし、中央銀行の自己資本が減少し、政府の財政的な支援に依存せざるを得なくなった場合には、中央銀行が自らの判断で適切な政策や業務の運営を行うことが困難となり、その結果、通貨の信認を維持することが難しくなる可能性がある。したがって、中央銀行は、やや長い目で見て適正な自己資本の水準を保つことを目途としつつ、その範囲内で情勢に即して機動的に行動するというプラクティスが多く、多くの国で確立している。これは純粋に経済理論的な動機に基づくものというよりも広く政治経済学的な観点によるものである。中央銀行にとって自己資本は政策や業務を円滑に運営する上での基盤を提供するものであり、重要な意義を有している。

IV 中央銀行の独立性

本稿では、「中央銀行とは公共目的を使命とする政府から独立した銀行である」と中央銀行の概念を規定した上で、Ⅱでは中央銀行の「公共目的」について検討し、次いでⅢにおいて中央銀行の

「銀行的性格」に関し考察した。本章では中央銀行の3つ目の特徴である「独立性」について検討する²⁰⁾。

1. 中央銀行の独立性を巡る近年の変化と挑戦

中央銀行の独立性を巡る議論は、歴史的にみれば中央銀行の創設以来の大きなテーマであるが、21世紀入り後、中央銀行を巡る状況は以下のとおり大きな変化をみせており、これに伴い従来の独立性の議論もチャレンジを受けている。

第1の変化は、デフレ的な傾向が世界的になってきたことである。これまで中央銀行の独立性はインフレとの闘いの中で論じられてきたが、もはや中央銀行の独立性を反インフレ策としてだけで論じることは適当でなくなった。しかし、デフレや低インフレへと環境が変わっても、政治が金融政策に介入することの問題は、高インフレの状況の場合と全く同様に存在する。このことは現在の日本銀行と政府の関係をみれば明らかである。

第2の変化は、財政収支の悪化が世界的にみられるようになったことである。欧州もわが国も、現在、中央銀行は国債管理のために長期金利を低利に維持するという金融政策を営む状況に陥ってしまい、金融政策が財政からの制約を受けている。先進国中央銀行の間では、こうしたフィスカル・ドミナンス(財政による金融政策の支配)に対する危機感が非常に強い。

第3の変化は、金融システム安定策は20世紀末頃には中央銀行から分離される傾向にあったものの(例えば、イングランド銀行では金融システム安定策を金融サービス庁へ分離)、グローバル金融危機以降、これを再び中央銀行に担わせるべきであるという認識が共通化してきたことである。金融

19) 詳細な分析は小栗誠治(2017b)を参照のこと。

20) 詳細な分析は小栗誠治(2017a)を参照のこと。

システム安定策は、物価安定策と違って、準財政政策的な側面を持っており、この扱いが独立性の観点で非常に厄介な問題になりかねないというのが現状である。

2. 対政府信用供与の禁止と財政規律

中央銀行の独立性にとって対政府信用の禁止は、最も基礎的な要件である。わが国では財政法（昭和22年施行）において、第5条で公債及び借入の制限、第7条で財務省証券及び一時借入の制限を規定しており、対政府信用に歯止めをかけてきた。しかし現行財政法においても、財政法第5条の「ただし書き」条項の運用上の問題が存在すること、特別会計については別途措置を講じる余地があること等の問題もある。

一方、こうした日本銀行の国債の直接引受けの禁止とは別に、日本銀行が流通市場から国債を買い入れることについては、法律上の制約はない。現実には、長期国債の売買や保有残高について日本銀行は「国債購入ルール」や「銀行券ルール」を設けることによって、財政規律への配慮を払ってきた。しかし、2013年4月の異次元金融緩和政策の実施と同時に前者は廃止され、後者も一時停止されるに至った。こうした結果、わが国では、直接間接を問わず日本銀行による対政府信用の供与自体が大きな問題となっている（日本銀行保有国債残高の同行総資産に占める割合は85%＜2018年3月末＞）。

3. 中央銀行の憲法的位置付け

中央銀行の独立性については、一国の統治機構の中でこれをいかに位置付けるかという観点から考察することが重要である。わが国の中央銀行

である日本銀行の独立性の問題は、憲法第65条の「行政権は内閣に属する」の解釈の問題、すなわち日本銀行の業務は行政権の行使か否かとして議論されることが多い。1997年の日本銀行法改正時に最も紛糾したのもこの行政権の問題であった。しかし、中央銀行の独立性を考察するに当たり、統治機構に関する憲法の「権力分立」の原理にまで立ち戻れば、中央銀行と行政府という単線的な関係ばかりでなく、中央銀行と立法府・司法府や国民との複線的な関係まで視野に入れることが可能となる。

こうした視点から日本国憲法の制定過程にまで立ち返って検討した時、結論のみを述べれば、通貨の発行および調整の権限については「第83条 財政（国の財政を処理する権限は、国会の議決に基づいて、これを行使しなければならない。）」に吸収される形で規定されていると解釈することが可能である。つまり通貨の発行および調整の権限は「国会の議決に基づいて」なされる趣旨ではなかったかと解される。このように憲法第83条が通貨について規定していると読み込むことができるとすれば、憲法には通貨価値が念頭に置かれており、通貨価値については、第83条が定めるとおり、国会の議決が要求されることになる。したがって、通貨価値を維持する権限は内閣（行政府）ではなく国会（立法府）に帰属するということになる。このため中央銀行を内閣の統制から切り離れた形で設置するとしても、それが通貨価値の安定の要請に適っている限りで憲法違反とはならない。

なお、近年の問題として、日本銀行が準財政的行動をとる場合（例えば、株式の購入や政策貸出の実施など）、中央銀行の独立性により国会のコントロールがほとんど及ばないが、これは果たして

憲法の予定していることか、検討されるべき重要な問題である²¹⁾。

V 中央銀行の本質

以上、中央銀行を規定する3つの特徴、すなわち、中央銀行の公共目的、“in the market”の存在としての中央銀行の銀行的性格、政府からの独立性について検討してきた。本章では、これまでの考察の中から導き出される中央銀行の理念や信条とは何か、またそうした理念や信条を反映して金融政策の運営や手段に要求される原則は何かを明確にしたい。

中央銀行の行う金融政策や銀行業務には中央銀行であるが故の特徴的な行動規範や基本姿勢といったものが存在している。それは中央銀行の長い歴史と伝統の中で自ずと醸成されてきたものであり、中央銀行の理念や信条といえる。その理念や信条は3つの柱からなり、三幅対(triad)をなしている²²⁾。

第1の理念は、「自由な市場メカニズムを尊重する」ことである。中央銀行は歴史的にいえば、市場の中で生まれ市場の人々によって運営されてきた“in the market”の存在なので、そのことを考えれば自由な市場を尊重するのは自然であり、生得の信条といえる。金利機能の発揮は自由な市場メカニズムの端的な象徴であるが、近年のように中央銀行がゼロ金利に陥り、量的緩和に頼らざるを得ない局面とは、中央銀行が「自ら金利機能を封殺しつつ金融調節を行うという、大きな自己矛盾を抱える」²³⁾厳しい状況に他ならない。

第2の理念は、「通貨価値の安定・維持を最重要視する」ことである。これは中央銀行の目的に関

する信条である。通貨の健全性は市場が健全であるための基盤を形成している。健全な通貨を追いかけているのが中央銀行である。中央銀行は「通貨の番人(guardian of the integrity of money)」であるといわれる。“integrity”とは「完全なもの」とか「正直で信用できるもの」という意味であるが、通貨が「完全なもの」として機能するためには、通貨価値の安定・維持が不可欠である。

第3の理念は、「政治に対し中立性・自律性を維持する」ということである。これは中央銀行の目的を守るための行動に関する信条であり、IVで検討した中央銀行の独立性がこれである。

重要なことは、これらの3つの理念がバラバラにあるのではなく三位一体であり、長い歴史の中で鍛えられ再確認を重ねながら形づくられてきたということである。

以上のような中央銀行の伝統的な理念や信条は、同じように公共的使命を持つといっても権力の主体である国家機関とは異質のものであり、法的制度がいくら変わろうとも、中央銀行はやはり「市場性に沿った独自の存在」と考えられてきた。これは、市場経済の内部における通貨の番人という伝統とこれを支えてきた自由思想によるものである。Ⅲで述べた銀行券の債務性、シーニョレッジ、中央銀行の自己資本などはいずれも中央銀行の市場的性格を背景とした問題であった。上記の3つの理念や信条は中央銀行の本質を端的に示したものであり、言い換えれば中央銀行の哲学を表現したものといえる。

こうした中央銀行の本質を反映し、中央銀行が行使する政策手段にもそれにふさわしい性格が要求されてくる。それは「公共目的を使命としながらも、金融政策の手段は私法的」であること、すなわ

21) 中里実(2018) p.158.

22) 西川元彦(1984) pp.3-4.

23) 福井俊彦(2018) p.4.

ち、「商取引行為のなかに政策手段性を発見」することであり、そうした性格を有する金融政策手段こそ正統的とみなされてきた²⁴⁾。これは自由な市場原理の尊重という中央銀行の歴史的付託によるものである。

一方、ボルカー (Volcker) は、中央銀行の特質として次のような三幅対を指摘する²⁵⁾。すなわち、①「連続性 (Continuity)」。すなわち、中央銀行には長い経験の蓄積があり、長期的視野で判断することができる。②「能力 (Competence)」。すなわち、中央銀行は高度の専門的能力を有し、慎重な討議とコミュニケーション能力を備えている。③「誠実性 (Integrity)」。すなわち、中央銀行はアカウントビリティを果たし、かつ正直である。これらの三幅対も中央銀行の特質を的確に捉えるものであり、中央銀行がこうした特質を維持する限り、今後ともその役割を果たし続けることができるであろう。

またキング (King) は、「良い中央銀行」について組織的観点から4つの基準を提示している²⁶⁾。すなわち、①中央銀行の目的が明確に規定されていること。②目的を達成するための手段と能力を有すること。③アカウントビリティを十分に果たすこと。④歴史と経験を踏まえた組織設計がなされていること。これらはいずれも中央銀行を組織設計の視点から評価する際の適切な基準ということができよう。キングの基準は上述のボルカーの中央銀行の特質論と重なるところがあり、大変示唆的である。

24) 法学者の中里実 (2018) によれば、「金銭は基本的に私法上の概念」(p.150) であり、「金銭の本質はソフト・ロー (金銭を用いる者の間の法的拘束力のない合意) によって創り出されたオプション」(p.129) であると指摘する。

VI 中央銀行の一般原則 —結びにかえて

民主主義社会において選挙で選ばれないセントラル・バンカーが公共目的の使命から政策や業務を実施するシステムの下では、中央銀行は国民の信認を得ることが不可欠であり、そのためには、アカウントビリティとこれを実現するための透明性が強く求められる。また、中央銀行の実施する政策や業務は基本的に「控え目 (parsimonious)」であることが求められ、中央銀行は規律の担い手でなければならない。一方、金融環境の大きな変化に対してはイノベティブ (innovative) に思考し対応することもまた求められる。中央銀行とは、常に変化し続ける経済の中で、何が中長期的に持続可能な「通貨の安定」、すなわち「物価の安定」および「金融システムの安定」なのかを考えながら日々の政策と業務を実施する組織である。

本稿における中央銀行の本質に関する考察を踏まえた時、中央銀行には最低限守るべき原則が存在すると筆者は考える。そうした中央銀行の一般原則、より具体的には政策や業務の運営に当たり中央銀行が最低限守るべき原則を提示すれば、以下のとおりである。

(政府との関係において中央銀行が守るべき原則)

(1) 中央銀行は政府に対し直接の信用供与を行ってはならない。

—中央銀行の独立性にとって対政府直接信用の禁止は最も基礎的な要件である。中央銀行が財政ファイナンスを行えば、政府の財政規律が弛緩し通貨の安定が損なわれる懸念が大きい。さらに、直接間接を問わず中央

25) Capie, Forrest and Fischer, Stanley and Goodhart, Charles and Schnadt, Norbert, (1994) p.344.

26) King, Mervyn, (2006).

銀行の対政府信用供与のあり方について中央銀行は規律を保持すべきである。

- (2) 中央銀行は財政政策に属する仕事を行ってはいらない。

—国民に通貨を配る「再分配政策」は政府による財政政策の領域に属する。選挙で選ばれないセントラルバンカーが財政政策の領域に踏み込むことは民主主義や憲法との関係から大きな問題を孕んでいる。中央銀行と政府の間の役割分担を明確に規定し、これを遵守することが極めて重要である。

(民間との関係において中央銀行が守るべき原則)

- (3) 中央銀行はインソルベント (insolvent) な先への信用供与を行ってはいらない。

—通常の金融政策であっても、また金融危機時の「最後の貸し手」の場合であっても、中央銀行は市場の中の銀行であるからソルベントな先に対してのみ「流動性 (liquidity)」を供給するのが原則である。「資本 (capital)」は創造できない。インソルベントな先への資本の供給は政府の任務である。

- (4) 中央銀行はシステミック・リスクの防止に努めなければならない。

—中央銀行は公益が目的の「最後の貸し手」であるから、決済システムの円滑化や金融システム全体の安定性を維持することがその任務である。個別金融機関の救済が任務ではない。

中央銀行の近年の政策がこれまで経験したことのない未踏の領域に踏み込んでいる今日こそ、これまで受け継がれてきた中央銀行の本質、行動

の基準となる原則に改めて立ち返り、これを確認することは極めて重要かつ意義のあることと考えられる。中央銀行はその背骨を成す「セントラルバンキング・スピリット (central banking spirit)」を確り保持することが望まれる。

参考文献

- ◎ 岩村充 (2018)『金融政策に未来はあるか』岩波書店。
- ◎ 小栗誠治 (1999)「中央銀行の『最後の貸し手』機能—新日本銀行法における位置付けと発動原則の検討を中心に—」『彦根論叢』第321号、pp.157-172。
- ◎ 小栗誠治 (2000)「中央銀行のシーニョレッジ、利益処分、資本」『滋賀大学経済学部研究年報』第7巻、pp.105-118。
- ◎ 小栗誠治 (2006)「セントラル・バンキングとシーニョレッジ」『滋賀大学経済学部研究年報』第13巻、pp.19-35。
- ◎ 小栗誠治 (2010)「中央銀行券の債務性と政府紙幣の特質に関する研究」滋賀大学経済学部 Working Paper No.126。
- ◎ 小栗誠治 (2014)「中央銀行は何をしているか—セントラル・バンキングの本質を巡るいくつかの論点—」『彦根論叢』第401号、pp.34-51。
- ◎ 小栗誠治 (2015)「銀行券、シーニョレッジの本質とその会計的把握」『彦根論叢』第405号、pp.92-111。
- ◎ 小栗誠治 (2016)「『最後の貸し手』機能と現代のセントラル・バンキング—バジヨットを再考し、中央銀行の本質を考える—」『拓殖大学論集 政治・経済・法律研究』第19巻第1号、pp.73-109。
- ◎ 小栗誠治 (2017a)「日本銀行の独立性再考—法的位置付けと新しい挑戦—」『彦根論叢』第411号、pp.66-83。
- ◎ 小栗誠治 (2017b)「中央銀行の債務構造と財務の健全性—銀行券、準備預金および自己資本—」『彦根論叢』第414号、pp.98-113。
- ◎ 白川方明 (2015)「中央銀行とは何か—教科書、実際、挑戦—」『第23回 産研アカデミック・フォーラム 21世紀の中央銀行』No.23 (早稲田大学産業経営研究所)。
- ◎ 中里実 (2018)『財政と金融の法的構造』有斐閣。
- ◎ 西川元彦 (1984)『中央銀行—セントラル・バンキングの歴史と理論—』東洋経済新報社。

- ◎ 福井俊彦 (2018) 「日本銀行法改正とその問題意識」、野村総合研究所『第44回 金融市場パネル 議事概要』(2018年4月3日)。
- ◎ 吉田暁 (2002) 『決済システムと銀行・中央銀行』日本経済評論社。
- ◎ Bagehot, W., (1873), *Lombard Street: A Description of the Money Market*, London: H.S. King (邦訳: 『ロンバード街—金融市場の解説』ウォルター・バジヨット著、久保恵美子訳、日経BP社、2011年)。
- ◎ Buiter, Willem H., (2014), “Central banks: Powerful, political and unaccountable?”, *Journal of the British Academy*, volume 2, pp. 269–303.
- ◎ Capie, Forrest and Fischer, Stanley and Goodhart, Charles and Schnadt, Norbert, (1994), *The future of central banking: the tercentenary symposium of the Bank of England*, Cambridge University Press.
- ◎ Haldane Andrew G. and Jan F. Qvigstad, (2016), “The Evolution of Central Banks: A Practitioner’s Perspective” in Michael D. Bordo, Øyvind Eitrheim, Marc Flandreau, Jan F. Qvigstad eds., *Central Banks at a Crossroads: What Can We Learn from History?*, Cambridge University Press.
- ◎ King, Mervyn, (2006), “Trusting in money: from Kirkcaldy to the MPC”, The Adam Smith Lecture 2006.
- ◎ King, Mervyn, (2016), *THE END OF ALCHEMY: Money, Banking, and the Future of the Global Economy*, (邦訳: 『錬金術の終わり: 貨幣、銀行、世界経済の未来』マーヴィン・キング著、遠藤真美訳、日本経済新聞出版社、2017年)。
- ◎ Qvigstad, Jan F., (2016), *On Central Banking*, Cambridge University Press.
- ◎ Tucker, Paul, (2016). “The Political Economy of Central Bank Balance Sheet Management”, Paper presented at the Federal Reserve Bank of New York on May 4, 2016.
- ◎ Tucker, Paul, (2017), “The political economy of central banking in the digital age”, SUERF Policy Note, Issue 13.
- ◎ Tucker, Paul, (2017), *Unelected Power: The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State*, Princeton University Press.
- ◎ Volcker, Paul, (1990), “The Triumph of Central Banking?”, The 1990 Per Jacobsson Lecture, Per Jacobsson Foundation.

A Reconsideration on the Essence of Central Bank

**Public nature, Banking nature, Independence
and General principles of Central bank**

Seiji Oguri

In this article, central bank is defined as the independent bank which operates for the public purpose.

Based on this definition, the following things are considered. (1) What the public purpose of central bank is, what central bank does, the monetary policy framework in recent years and its evaluation. (2) Banking nature of central bank, debt characteristics of bank note, difference between bank note and government note, seigniorage problem, lender of last resort function. (3) The changing aspects of central bank independence in recent years and its relations with the constitution. Taking those into account, (4) the essence or philosophy of central bank is extracted, and (5) the general principles of central bank are presented.

The essence of central bank is as follows; central bank respects market mechanism, regards the monetary stability as most important purpose, and maintains neutrality or autonomy for politics. Three of these make a triad.

