

# 「グローバル化のもとでの 中央銀行の将来」 —2010年国際コンファランスの様相—

うえだ こうぞう しらかかしげのり たかはし わたる てらにしゅう き  
上田晃三／白塚重典／高橋 亘／寺西勇生

日本銀行金融研究所は、2010年5月26、27日の両日にわたり、日本銀行本店にて、「グローバル化のもとでの中央銀行の将来（Future of Central Banking under Globalization）」と題する2010年国際コンファランスを開催した（プログラムは参考1を参照）。コンファランスでは、グローバルな観点からみた金融市場・金融システムとマクロ経済の連関に焦点を当て、中央銀行の将来への含意についての議論が展開された。コンファランスには、学界、国際機関、中央銀行から、約100名が参加した（参加者リストは参考2を参照）<sup>1</sup>。

コンファランスは、白川方明（日本銀行）、ベン・バーナンキ（連邦準備制度、以下Fed）の開会挨拶で始まった。金融研究所海外顧問であるベネット・T・マッカラム（カーネギー・メロン大学）はキーノート・スピーチを、ウィリアム・R・ホワイト（経済開発協力機構）は前川講演を行った。5つのセッションでは、論文発表、2名の指定討論者による討論、一般質疑が行われた。最後にコンファランスは、政策パネル討論で締めくくられた。

---

本稿は“Future of Central Banking under Globalization: Summary of the 2010 International Conference Organized by the Institute for Monetary and Economic Studies of the Bank of Japan,” *Monetary and Economic Studies*, 28, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2010 (forthcoming) の日本語版である。本コンファランスのオーガナイザーとして、金融研究所の海外顧問であるベネット・T・マッカラム教授とモーリス・オブストフェルド教授、特別顧問である植田和男教授およびすべての参加者に、有益なプレゼンテーション、活発な議論を通じて、コンファランスに貢献してくれたことに感謝の意を表したい。また、コンファランス運営を献身的に支えてくれた三好純子と金融研究所のその他のスタッフにも感謝したい。ただし、本稿に示された意見は、すべて発言者ら個人に属し、その所属する組織の公式見解を示すものではない。また、ありうべき誤りはすべて筆者たち個人に属する。

上田晃三 日本銀行金融研究所企画役（E-mail: kouzou.ueda@boj.or.jp）

白塚重典 日本銀行金融研究所経済ファイナンス研究課長  
（E-mail: shigenori.shiratsuka@boj.or.jp）

高橋 亘 日本銀行金融研究所長（E-mail: wataru.takahashi@boj.or.jp）

寺西勇生 日本銀行金融研究所  
（現 金融機構局企画役補佐、E-mail: yuuki.teranishi@boj.or.jp）

1 所属は、コンファランス開催時点のもの。

## 1. オープニング・セッション

開会挨拶<sup>2</sup>において、白川は、中央銀行と中央銀行業務の将来について議論した。中央銀行は、物価や経済活動の安定という面で成功を取めながらも、今日、新たな難題に直面するようになったと指摘し、その例として、経済不均衡のあらわれ方の変化、バブル崩壊後の政策対応が新たなバブルを引き起こすリスク、非伝統的政策によって準財政政策（quasi-fiscal policy）に関与するリスクを挙げた。そして、これらの難題に対処するためには、中央銀行の基本的使命を理解すること、金融のインフラストラクチャーを改善すること、国際通貨制度を適切に考慮することが重要であると強調した。最後に、銀行業務、弛まぬ学習、多様な分野の知識の統合、中央銀行間の協力を内包する中央銀行の組織文化の重要性について論じた。

バーナンキは、中央銀行の独立性、透明性、説明責任について議論した<sup>3</sup>。理論と経験によれば、中央銀行の強固な独立性は、望ましいマクロ経済的帰結と金融の安定につながると論じた。ただし、無条件の独立性は支持されないとして、中央銀行の行動は国民に説明されるべきであること、中央銀行の目標（goal）は政府によって規定されるべきであること、中央銀行の独立性は留保条件なしに非金融的機能にまで広げられるべきでないことを指摘した。最後に、中央銀行の活動範囲には明確さが必要であると論じ、非伝統的政策によって生じる財政と金融の境界（fiscal-monetary distinction）問題について議論した。

フロアから、植田和男（東京大学）は、名目金利のゼロ制約を回避するための糊代（safety margin）を確保するため、より高い目標インフレ率を設定することの重要性について質問した。この点について、白川は、冒頭の開会挨拶においてすでに、高い目標インフレ率によって経済の回復軌道が大きく変わることはなかったように思われると述べており、バーナンキが中央銀行は2%近傍のインフレ率で信認を確立しており、目標インフレ率の変更はリスクを伴うと返答した。ピアバオロ・ベニーニヨ（イタリア・ルイスグイドカルリ大学）は、物価安定の数値定義の必要性を質問した。バーナンキは、物価安定の意味については異なる情報発信の仕方が存在するとし、Fedは、公式な数値目標を持っていないが、インフレ率の長期予測に関する情報を示していると述べた。

ベニーニヨは、非伝統的政策は平時においても利用されるべきかと質問した。また、ピエールオリビエ・グランシャス（カリフォルニア大学バークレー校）は、加えて、通貨スワップ協定を恒久的制度にすべきかと質問した。バーナンキは、こうした政策措置は、極めて強いストレスにさらされた金融市場を安定化させる補強手段（backstop）として重要な役割を果たすとしながらも、金融機関に通貨のミスマッチを管理するインセンティブを与えるべきという観点から、一時的な制度とすべきと述べた。白川は、システミックな危機のもとにおける中央銀行のもっとも重要な

2 詳細は、白川 [2010] を参照。

3 詳細は、Bernanke [2010] を参照。

機能は、最後の貸し手機能であると補足した。また、通貨スワップ協定に関連して、バーナンキと白川はともに、クロスボーダー担保スキームなど、インフラストラクチャーの重要性を指摘した。

## 2. キーノート・スピーチ：The Future of Central Banking: A Lesson from United States History（中央銀行の将来：米国史からの教訓）<sup>4</sup>

マッカラムは、米国の金融史の一側面として、南北戦争時におけるグリーンバック（Greenback、ドル紙幣）の発行とその後の最高裁判決を、米国が貴金属本位制（metallic standard）から不換通貨制へと変容していく経緯に結び付けて議論した。最高裁による金融政策と財政政策の混同が貴金属本位制から不換通貨制への移行を可能とした判決につながったと論じた。米国憲法は、交換手段の購買力を大きく変化させないことを意図していたが、当時、包括的な物価指数に関するデータが一般に利用可能でなかったことから、貴金属本位制が物価安定を確保する唯一の手段となっていた。現代の金融政策への含意として、包括的な物価指数データが憲法の理念と整合的といえるような通貨制度の実現を可能にしたと指摘し、中央銀行の行動における金融政策的側面と財政政策的側面の峻別が重要であると強調して、スピーチを締めくくった。

## 3. 前川講演：Some Alternative Perspectives on Macroeconomic Theory and Some Policy Implications（マクロ経済理論の新たな展望と政策的含意）<sup>5</sup>

ホワイトは、新古典派モデルやニューケインジアンモデル、あるいは応用ケインジアンモデルといった、金融政策分析における主要な分析手法について、オーストリア学派の洞察を加味して、再検討していく必要性を強調した。主要な分析手法には、以下の3つの欠陥があると指摘した。すなわち、新古典派モデルやニューケインジアンモデルは、経済の自律的な均衡復元力を仮定していること、応用ケインジアンモデルは、経済の転換点の予測能力が低く、期待を無視する傾向があること、そして、これらすべてのモデルは、信用、金融機関のバランスシート、金融面における不均衡といった、今次危機を発生させその後の経済停滞をもたらした諸要因に十分な注意を払っていないことである。他方で、オーストリア学派は、金融システムにおいて通貨・信用が創造されるメカニズムを考察していたことを強調した。最後に、不均衡累積による将来の危機発生を回避するために、金融政策の時間的視野は長くとられるべきであると論じた。そして、大規模な危機発生の可能性とそのコス

4 詳細は、マッカラム [2010] を参照。

5 詳細は、ホワイト [2010] を参照。

トを低下させるためには、小規模な景気後退をこれまでよりも許容しなければならなくなるであろうと述べた。

フロアから、ピエール・シクロス（カナダ・ウィルフリッドローリエ大）は、景気後退の規模と期間の評価は困難であると指摘した。ホワイトは、今次金融危機以前の20年間の景気後退は比較的限定されたものであったと返答した。トマス・J・ジョルダン（スイス国民銀行）は、今次危機への政策提言について質問した。ホワイトは、政策の中期的効果の重要性を指摘しつつも、実際にとられた施策は、ケインズやハイエクの見地からみて適当であったと述べた。伊藤隆敏（東京大学）と植田は、市場の流れに逆らう（*leaning-against-the-wind*）タイプの金融政策運営方法について質問した。ホワイトは、信用の伸びや一連の資産価格指標といった不均衡に関する有用な指標をテイラー・ルールに含めるよう提案した。ただし、ある閾値を超えるまでは、これらの指標を無視すべきであることを留保した。

#### 4. 論文報告セッション

##### (1) Can Cross-Border Financial Markets Create Good Collateral in a Crisis? (クロスボーダー金融市場は、危機時に良質な担保を提供できるか?)<sup>6</sup>

齊藤 誠（一橋大学）は、支払制約が存在するもとで、ある国への甚大なショック（*country-specific catastrophic shock*）を2カ国でリスクシェアリングするモデルを提示した。そして、モデルを用いて、金融危機時において、市場が担保資産（相対的に安全な債券）を内生的に作り出せるかを考察した。厳しい支払制約のもとでは、甚大なショックによる損害は、事前の保険で完全にカバーされない。しかし、事前にカバーされない部分も、事後的には、内生的に組成される担保資産を使って資金調達が可能である。この理由として、損害を受けていない国が損害を受けた国に対し安全な債券を発行することで、危険資産（ルーカスツリー〈*Lucas tree*〉）に資金を供給するメカニズムを説明した。そして、安全債券は、損害を受けた国が補償されずに残った損失に対する資金を支払制約に抵触することなく手当てするための良質な担保として機能すると述べた。

1人めの討論者のモーリス・オブストフェルド（カリフォルニア大学バークレー校）は、モデルでは、労働賦存量に対する配当額が非現実的に低いと指摘した。さらに、国際的なリスクシェアリングは、カタストロフィックな状況はおろか、平時においても機能していないと論じた。2人めの討論者のマーク・M・スピーゲル（サンフランシスコ連邦準備銀行）は、アルゼンチンにおける消費の急落と、ギリシャにおける債務不履行の問題は、発表されたモデルに対する反証となっていると指摘した。また、ルーカスツリーの保有は、世界的なリスクシェアリングを可能とする

.....  
6 詳細は、Saito, Suzuki, and Yamada [2010] を参照。

ことから、一国に特化したルーカスツリーを導入してはどうかと提案した。

フロアから、グランシャスは、株式が過大評価ではなく過小評価されていた場合の帰結について質問した。齊藤は、過大評価されていた場合の方がより現実的と回答した。オブストフェルドの指摘に対して、齊藤は、ルーカスツリーが十分に存在する場合、完全なリスクシェアリングが行われることを理由に、配当比率を低く設定したと回答した。そして、これを避けるための方策として、ルーカスツリー固有のショックや一国固有のショックを導入することを提案した。スピーゲルへの回答として、齊藤は、日本のような先進国においては、深刻な金融危機の影響から、2007～09年にかけて GDP が大幅に下落する中でも、消費は比較的安定していたと指摘した。最後に、債務不履行の問題は、モデルの分析の対象外であると回答した。

## (2) Exorbitant Privilege and Exorbitant Duty (法外な特権と法外な義務)<sup>7</sup>

グランシャスは、「法外な特権 (exorbitant privilege)」という既存の概念に対応するものとして、「法外な義務 (exorbitant duty)」という用語を考え出した。「法外な義務」は、グローバル経済が不況に見舞われたとき米国の対外純資産が悪化することを意味する一方、「法外な特権」は、米国が保有する対外資産からの受取りが対外負債への支払いを上回ることを意味する。2007～09年の今次危機において、米国は GDP の約 19% の資金が国外へ支払われたと推計した。こうした事実を説明するため、国際金融システムの中核国に関するモデルを提案した。このモデルでは、米国は他国に比べてリスク許容度が高く、消費パターンが国ごとに異なっている。この結果、米国は、世界的なショックに対する保険を提供していることになり、平時には保険料を受け取り、危機時には保険支払いを行うことになる。

1 人めの指定討論者の青木浩介 (ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス) は、「法外な義務」は、以下の 2 つの観察事実と非整合的である可能性が考えられるとコメントした。第 1 に、米国債をもっとも多く保有する日本と中国の為替レートは、今次危機で増価しており、これは、米国から所得移転を受けていないことを示唆する。第 2 に、消費平準化との関係では、危機時における米国債保有と消費のクロスカントリー間での関係は不明確である。2 人めの指定討論者のカロリーナ・エクホルム (スウェーデン・リクスバンク) は、「法外な特権」の議論が正しいのであればグローバル・インバランスは問題視する必要がないことになると指摘し、より詳細な定量分析が必要であると論じた。

フロアから、オブストフェルドは、経済成長を考慮すること、効用関数における異時点間の代替の弾力性と危険回避度を峻別することを提案した。グランシャスは、現在の効用関数の設定を変えずに経済成長を考慮すると非定常性が生じるとしたうえで、オブストフェルドが提案する効用関数の修正は問題解決につながるかもしれないと回答した。青木の指摘に対して、グランシャスは、論文は、特定国の受取り

7 詳細は、Gourinchas, Rey, and Govillot [2010] を参照。

ではなく、米国の海外全体への支払いに焦点を当てていると回答した。伊藤は、今次金融危機において、米国金融機関のレバレッジ巻戻しが果たした役割について質問した。

### (3) Banking Globalization and International Business Cycles (銀行業のグローバル化と国際的景気循環)<sup>8</sup>

上田晃三（日本銀行）は、銀行業のグローバル化を通じ、即座に全世界に波及した今次金融危機の性質を考察するため、2カ国動学的確率的一般均衡モデルを提示した。モデルにおいて、金融仲介機関は、国内外において、企業家へのクロスボーダー貸出と投資家からのクロスボーダー借入という連鎖的な貸借契約（**chained credit contract**）を結ぶ。2カ国の企業家、金融仲介機関がともに資金制約に直面するため、彼らすべての純資産（**net worth**）が問題となる。モデルを用いて、金融仲介機関のグローバル化、純資産へのショック、資金制約が今次金融危機を理解するうえでの鍵になると論じた。最後に、政策含意として、金融仲介機関のグローバル化が、国内の金融政策および資本注入政策の世界経済への波及効果を強めると指摘した。

討論者のクリストファー・J・ウォーラー（セントルイス連邦準備銀行）は、粘着価格モデルに拡張する前に、伸縮価格モデルを構築し、そのモデルの振舞いを確認するよう提案した。また、米国データによれば、企業の留保利益は設備投資額よりも大きく、これは、設備投資資金が借入によって賄われるという本モデルの仮定と整合的でないと指摘した。最後に、今次危機の根源を金融仲介機関へのショックとすることに疑問を呈し、主な根源は、深刻な情報の摩擦の発生であると論じた。

フロアから、西村清彦（日本銀行）は、GDPの各国の相関が1990年代は負であった一方、2000年代には正となったことの理由を質問した。上田は、相関の大きさはショックの種類によって異なること、2000年代の高い相関には、その間の金融仲介機関のグローバル化の進展と純資産へのショックが寄与していたことを述べた。ウォーラーの指摘に対して、上田は、自らのモデルについて、情報の非対称性に立脚しているため、情報の摩擦によって生じる内生的な増幅メカニズムが説明可能であると回答した。もっとも、金融仲介機関へのショックの真の性格を説明することは難しいと同意した。伸縮価格モデルに関しては、自らの先行研究を紹介した<sup>9</sup>。塩路悦朗（一橋大学）は、本モデルを使って通貨スワップ協定を分析する方法について質問した。

8 詳細は、Ueda [2010] を参照。

9 詳細は、Hirakata, Sudo, and Ueda [2009] を参照。

#### (4) Globalization, Pass-Through and Inflation Dynamic (グローバル化、パススルー、物価変動メカニズム)<sup>10</sup>

ベニーニョは、グローバル化が外国企業との競争激化を通じ、国内の物価変動メカニズムに影響を与えるモデルを報告した。モデルでは、国内外の企業が価格決定を通じて戦略的に市場シェアを巡って競争すると考える。国内市場における外国製品のシェア上昇として捉えられるグローバル化の進展は、為替レートに対するパススルーを上昇させる。さらに、国内企業の価格設定戦略を変化させることで、物価変動メカニズムに影響を与え、フィリップス曲線の傾きと切片を変化させる。そのうえで、モデルが示すように、中国のような新規参入者による競争激化が、為替に対するパススルーを上昇させているとの実証結果を示した。

1人めの指定討論者の塩路は、まずはじめに、日本において、中国からの低価格輸入財の増加によって生じた相対価格の変化が一般物価を低下させたかを巡って論争が続いていると紹介した。そして、モデルはこの状況を説明する手掛かりを与えていると評価した。また、中間財をモデルに組み入れること、実証分析を充実させることを提案した。2人めの指定討論者のマーク・ワイン（ダラス連邦準備銀行）は、為替レートのパススルーが高まったという実証結果の頑健性について疑問を呈した。また、モデルでは企業は価格面で競争しているが、グローバル企業は実際には、技術革新の面で競争していると述べた。

フロアから、ホワイトは、価格ではなくユニット・レーバ・コストへ与える影響を強調した。ベニーニョは、塩路とホワイトのコメントに対して、中間財やユニット・レーバ・コストは考慮されていないが、重要な要素であると述べた。また、論文の実証結果は未だ確定的なものとはいえないことに同意した。青木は、モデルにおいて、外国財シェアの恒久的な変化はパススルーの大きさを恒久的に変化させることになるのか、また、モデルを日本に適用し、デフレの持続性と規模を推計できるかと質問した。ベニーニョは、グローバル化による外国財シェアの恒久的な変化は定常状態を変化させると考えられること、インフレ率が非ゼロの均衡回りでモデルを線形近似すれば、日本の状況をシミュレーションできると回答した。シクロスは、金融政策の為替レートおよびインフレの変動メカニズムへの影響について質問した。オブストフェルドは、それらの影響を分析するには、一般均衡モデルが必要であると述べた。白塚重典（日本銀行）は、相対価格の変化が一般物価に影響を与えるもう1つの経路として、国際競争によって引き起こされる経済構造の調整を挙げた。

10 詳細は、Benigno and Faia [2010] を参照。

## (5) Financial Regulation Going Forward (金融規制の将来)<sup>11</sup>

フランクリン・アレン (ペンシルバニア大学) は、今次金融危機が主に住宅価格バブルによって引き起こされ、さらに、住宅価格バブルは緩和的な金融政策と緩和的な信用調達環境の組合せによって引き起こされたと論じた。さらに、緩和的な信用調達環境を、アジア諸国の中央銀行における大規模な外貨準備の累増によって生じたグローバル・インバランスと関連付けた。そのうえで、以下の3つの改革を提案した。第1に、金融規制と政府介入は、市場の失敗を是正するために一貫した知的枠組みに立脚する必要がある。第2に、中央銀行は、現在よりもさらに強いチェック・アンド・バランスに従う必要がある。第3に、アジア諸国が危機時に頼りにできるように国際金融制度を改革し、これによって、アジア各国が外貨準備を積み上げる必要性を低下させていく必要がある。

1人めの討論者の伊藤は、アレンが挙げた3つの要因の中で、特に金融規制の失敗がもっとも重要であると論じた。また、1990年代後半の日本と現在の米国の経験は類似しているものの、日本が米国よりも優れた対応をした点は、1998年に金融再生法を成立させることで、破綻金融機関の処理メカニズムを速やかに導入したことにあると述べた。2人めの討論者のセーラ・バザバシオグル (国際通貨基金) は、市場の失敗がインセンティブ構造を歪め、さらに不安定な経済システムをもたらすと指摘した。そのうえで、3つのマクロブルーデンス面での対応策として、景気循環の振幅を抑えるカウンターシクリカルなブルーデンス措置、金融機関が破綻する確率と破綻した場合のコストを抑制する構造的措置、金融面およびグローバル面での不均衡に対処するマクロ経済的措置を提案した。

フロアから、エンリケ・アルベロラ (スペイン銀行) は、スペイン経済は大規模な住宅バブルやその崩壊を経験していないものの、实体经济への影響は甚大で、金融の規制・監督も不十分であったとコメントした。アルベロラと伊藤に対し、アレンは、自身の論文では米国に焦点を当てているが、他国のケースを考察することは重要であると回答した。ピエール・ジャレ (フランス銀行) は、金融危機によってもたらされたコストを考慮すると、金融技術の革新が経済にネットで経済的な便益をもたらしたのかと質問した。アレンは、金融技術革新は経済に大きく貢献してきたと回答した。高橋 亘 (日本銀行) は、政策対応には事前的、事後的対応があると指摘し、市場メカニズムを活用するためには特に後者が重要であると述べた。中曾 宏 (日本銀行) は、破綻金融機関の清算処理は、破綻金融機関の資産の質を時間の経過とともに悪化させ、最終的に大きな損失につながる可能性があると指摘した。

11 詳細は、Allen [2010] を参照。



## 5. 政策パネル討論

オブストフェルドが座長を務めた政策パネル討論では、中曽、ジョルダン、マリオ・メスキータ（前ブラジル中央銀行）が、今回のグローバルな金融危機に対する政策措置に言及しつつ、グローバル化のもとでの中央銀行の将来について、自身の見解を述べた。

### (1) パネリスト・スピーチ

中曽は、グローバルな資本移動、金融のインフラストラクチャー、中央銀行の将来への含意について論じた。第1に、グローバルな資本移動について、今次危機の中で、途上国が欧州系銀行から資金を引き揚げたことを示した。そして、期間と通貨のミスマッチによって、欧州系銀行が深刻な米ドル不足に直面したとした。第2に、金融のインフラストラクチャーについて、通貨スワップ協定、クロスボーダー担保スキームを説明しながら、国際協調の必要性を指摘した。さらに、こうした協調行動が今次危機において金融の安定を確保するうえで、有効に機能したと主張した。第3に、中央銀行の将来への含意として、金融のインフラストラクチャーを引き続き改善していくためにマクロプルーデンス的な視点を持つこと、最後の貸し手としての中央銀行のより広範な役割をグローバルな環境の中で検討していくことが必要になると提言した。そして、中央銀行は、内外通貨の流動性の状況や、所管する重要な金融機関の支払い能力、個別機関のミクロプルーデンスの状況を把握するうえで、もっとも適した立場にあると述べ、議論を締めくくった。

ジョルダンは、金融政策とマクロプルーデンス政策の相互作用について論じた。まず、中央銀行はこれまで、長い期間、物価安定に注力してきたが、今次危機は、マクロ経済と金融の両者の安定が必要であることを明らかにしたと指摘した。そして、そのためには、マクロプルーデンス政策の視点からシステム全体としての金融面でのリスクに対処していく新しい考え方が求められると述べた。そして、マクロプルーデンス政策における2つの主な目標として、金融システムの頑健性（resilience）を高めること、信用・資産価格面での不均衡の累積を防ぐことを主張した。マクロプルーデンス政策手段に関して、上記1つめの目標は、主としてミクロプルーデンス政策手段で達成できるが、2つめの目標達成はより大きな難題であると述べた。その際、ミクロプルーデンス政策、マクロプルーデンス政策、金融政策の関係について深い理解が重要になると指摘した。最後に、政治とプルーデンス政策には切り離しがたい結び付きがあるため、金融政策の独立性が損なわれるリスクがあることに触れつつも、信用・資産市場における不均衡の顕著な累積に対処するためのいくつかの手段に集中していくことが、現実的な対応であろうと論じた。

メスキータは、新興市場経済の視点からみた中央銀行の将来を論じた。先進市場経済の中央銀行は、金融の安定よりも物価の安定に注力する傾向があるが、新興市

場経済の中央銀行は、プルーデンス政策面での責務も担っていることが多いと述べた。そして、金融政策とプルーデンス政策の両方が、資産価格と信用のブームに対処していくうえで重要な役割を担うようになってきていると述べた。ただし、プルーデンス的なリスクに対処するために金融政策を活用することは、それほど簡単なことではないと述べた。例えば、政策のトレードオフが発生する事例として、今次危機後にブラジルでは、資産価格上昇と通貨高が同時進行したことを挙げた。続いて、ブラジルで採用された非伝統的政策を紹介した。ブラジル中央銀行は、深刻な流動性不足を緩和するため、民間金融機関に対して、小規模銀行からの資産購入に充当したり、ブラジル中央銀行から米ドルを購入したりすることを条件に、所要準備額を軽減した。加えて、ブラジル中央銀行は、危機時に、以前から積み立てていた外貨準備の一部を売却した。ブラジルにとっては、通貨スワップ協定のような海外の政策措置が常に当然のものとして利用できるとは限らないため、外貨準備は有用であると議論した。次に、中央銀行の金融監督機能について、金融政策の目標とプルーデンス政策の目標が対立する可能性を強調した。しかしながら、最後の貸し手機能に求められる金融システムの状況に関する知識は、監督業務に直接関与することで得られると述べた。最後に、インフレーション・ターゲティング政策は依然維持されるものの、金融・経済環境への影響を考慮しつつ、資産価格と信用状況もモニターしていく必要があると述べて議論を終えた。

## (2) 一般質疑

国際的な視点から、高橋は、新興市場経済との市場統合が加速するにつれて、中央銀行は、新興国も仲間に入れた、より一層の金融インフラストラクチャーの改善と実務面や運営面での政策協調が求められるようになる論じた。これに対して、中曾は、国際決済銀行のようなフォーラムが政策協調と金融の安定において重要であることを指摘した。アルベロラは、ブラジルにおいて、公的銀行が大規模な信用供与を行った帰結について質問した。メスキータは、公的銀行の市場シェアは上昇したものの、民間銀行のより積極的な貸出によって、次第に低下するであろうと回答した。オブストフェルドが危機時における資本移動規制の有効性について質問したところ、メスキータは、ブラジルでは、資本流入を抑止するために資本移動規制が頻繁に行われてきたが、政策当局が期待していたほど効果的ではなかったと述べた。

金融政策とプルーデンス政策の関係について、ホワイトは、マイクロプルーデンス規制当局とマクロプルーデンス規制当局を区別するよう提案した。また、デービッド・アーチャー（国際決済銀行）は、金融規制やマクロプルーデンス政策への一層の関与が中央銀行の独立性を損なうリスクについて質問した。ジャレは、マクロプルーデンス政策の定義があいまいであると指摘し、マクロプルーデンス政策手段を金融政策手段から区別するよう提案した。これに対し、ジョルダン、定義の不明確さ、政治介入のリスクといった問題があったとしても、中央銀行は、必然的に何

かしらのマクロプルーデンス政策を行わなくてはならないと述べた。伊藤は、日本では、金融庁がマイクロプルーデンス規制を担っているが、日本銀行は審査機能を持ち、両者が互いにうまく機能していると述べた。中曽は、金融庁はマイクロプルーデンス政策を担っているが、日本銀行は最後の貸し手という異なる観点から実地審査に従事していると補足した。また、首相が座長を務め日本銀行総裁もメンバーである金融危機対応会議が、公的資金投入も含めたさまざまな特例処置の実施によって、金融のシステミックリスクに対処する重要な役割を果たしていると指摘した。

マクロプルーデンス政策の実践に関して、チャールズ・L・エバンス（シカゴ連邦準備銀行）は、中央銀行が金融の安定化を実現しようとするリスクプレミアムがリスクに反応しにくくなるという新しい問題が生じると指摘した。そして、例として、インフレーション・ターゲティングのもとでインフレがアンカーされると、インフレが経済へのショックに反応しにくくなると解説した。ジョルダンも、中央銀行が不完全な知識しか有しないという条件のもとで、金融の安定化を実現しようとする場合に生じる意図せざる結果について、より深く考えていかなければならないと述べた。オブストフェルドは、予見可能なルールによって、市場参加者を驚かせることを防げると指摘した。これに対し、ホワイトは、過度の透明性は逆効果になりうると論じ、例として、2003～07年にかけて、Fedが政策意図を明確に示した時期に、金融市場のレバレッジの急拡大を招いたと述べた。中曽は、透明性は難しい論点ではあるとしたうえで、今次危機において明確なルールに基づく通貨スワップ協定が果たした役割に触れ、ホワイトが強調するほど望ましくない効果ばかりではないと応じた。メスキータは、建設的なあいまいさ（constructive ambiguity）を有した政策を支持すると応じ、もし企業部門が危機時に政府は潤沢な外貨準備を使って救済してくれるとわかっているならば、モラルハザードを生じさせるリスクがあり、為替リスクへの過度なエクスポージャーにつながるであろうと述べた。

## 参考文献

- 白川方明、「中央銀行と中央銀行業務の将来」、『金融研究』第29巻第4号、日本銀行金融研究所、2010年、19～30頁（本号所収）
- ホワイト、ウィリアム R.、「マクロ経済理論の新たな展望と政策的含意」、『金融研究』第29巻第4号、日本銀行金融研究所、2010年、39～64頁（本号所収）
- マッカラム、ベネット T.、「中央銀行の将来：米国史からの教訓」、『金融研究』第29巻第4号、日本銀行金融研究所、2010年、31～38頁（本号所収）
- Allen, Franklin, and Elena Carletti, “Financial Regulation Going Forward,” paper presented at the 2010 International Conference on “Future of Central Banking under Globalization” held at the Institute for Monetary and Economic Studies, IMES Discussion Paper No. 2010-E-18, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2010.
- Benigno, Pierpaolo, and Ester Faia, “Globalization, Pass-Through and Inflation Dynamic,” paper presented at the 2010 International Conference on “Future of Central Banking under Globalization” held at the Institute for Monetary and Economic Studies, IMES Discussion Paper No. 2010-E-17, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2010.
- Bernanke, Ben S., “Central Bank Independence, Transparency, and Accountability: Remarks,” remarks presented at the 2010 International Conference on “Future of Central Banking under Globalization” held at the Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2010 (available at <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100525a.pdf>).
- Gourinchas, Pierre-Olivier, Helene Rey, and Nicolas Govillot, “Exorbitant Privilege and Exorbitant Duty,” paper presented at the 2010 International Conference on “Future of Central Banking under Globalization” held at the Institute for Monetary and Economic Studies, IMES Discussion Paper No. 2010-E-20, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2010.
- Hirakata, Naohisa, Nao Sudo, and Kozo Ueda, “Chained Credit Contracts and Financial Accelerators,” IMES Discussion Paper No. 2009-E-30, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2009.
- Saito, Makoto, Shiba Suzuki, and Tomoaki Yamada, “Can Cross-Border Financial Markets Create Good Collateral in a Crisis?” paper presented at the 2010 International Conference on “Future of Central Banking under Globalization” held at the Institute for Monetary and Economic Studies, IMES Discussion Paper No. 2010-E-19, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2010.

Ueda, Kozo, “Banking Globalization and International Business Cycles,” paper presented at the 2010 International Conference on “Future of Central Banking under Globalization” held at the Institute for Monetary and Economic Studies, IMES Discussion Paper No. 2010-E-16, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2010.

## 参考 1. プログラム

Wednesday, May 26, 2010

### Morning **Opening Session**

Chairperson: **Kiyohiko G. Nishimura**, Bank of Japan  
Opening Remarks: **Masaaki Shirakawa**, Bank of Japan  
**Ben S. Bernanke**, Board of Governors of the  
Federal Reserve System

### **Keynote Speech: The Future of Central Banking: A Lesson from U.S. History**

Chairperson: **Charles I. Plosser**, Federal Reserve Bank of Philadelphia  
Keynote Speech: **Bennett T. McCallum**, Carnegie Mellon University

### **Session 1: Can Cross-Border Financial Markets Create Good Collateral in a Crisis?**

Chairperson: **Charles I. Plosser**, Federal Reserve Bank of Philadelphia  
Paper Presenter: **Makoto Saito**, Hitotsubashi University  
Discussant: **Maurice Obstfeld**, University of California at Berkeley  
Discussant: **Mark M. Spiegel**, Federal Reserve Bank of San Francisco

### Afternoon **Mayekawa Lecture: Some Alternative Perspectives on Macroeconomic Theory and Some Policy Implications**

Chairperson: **Kazuo Ueda**, University of Tokyo  
Lecturer: **William R. White**, Organisation for Economic Co-operation and Development

### **Session 2: Exorbitant Privilege and Exorbitant Duty**

Chairperson: **Kazuo Ueda**, University of Tokyo  
Paper Presenter: **Pierre-Olivier Gourinchas**, University of California at Berkeley  
Discussant: **Kosuke Aoki**, London School of Economics  
Discussant: **Karolina Ekholm**, Sveriges Riksbank

**Session 3: Banking Globalization and International Business Cycles**

Chairperson: **M. R. Chatu Mongol Sonakul**, Bank of Thailand  
Paper Presenter: **Kozo Ueda**, Bank of Japan  
Discussant: **Christopher J. Waller**, Federal Reserve Bank of St. Louis

**Thursday, May 27, 2010**

**Morning Session 4: Globalization, Pass-Through and Inflation Dynamic**

Chairperson: **Charles L. Evans**, Federal Reserve Bank of Chicago  
Paper Presenter: **Pierpaolo Benigno**, LUISS Guido Carli  
Discussant: **Etsuro Shioji**, Hitotsubashi University  
Discussant: **Mark Wynne**, Federal Reserve Bank of Dallas

**Session 5: Financial Regulation Going Forward**

Chairperson: **Charles L. Evans**, Federal Reserve Bank of Chicago  
Paper Presenter: **Franklin Allen**, University of Pennsylvania  
Discussant: **Takatoshi Ito**, University of Tokyo  
Discussant: **Ceyla Pazarbasioglu**, International Monetary Fund

**Policy Panel Discussion**

Moderator: **Maurice Obstfeld**, University of California at Berkeley  
Panelists: **Thomas J. Jordan**, Swiss National Bank  
**Mário Mesquita**, Banco Central do Brasil (former Deputy Governor for Economic Policy, Banco Central do Brasil)  
**Hiroshi Nakaso**, Bank of Japan

## 参考 2. 参加者リスト

<b>Zeno Ronald Abenoja</b>	Bangko Sentral ng Pilipinas
<b>Enrique Alberola</b>	Bank of Spain
<b>Franklin Allen</b>	University of Pennsylvania
<b>Kosuke Aoki</b>	London School of Economics
<b>David Archer</b>	Bank for International Settlements
<b>Michio Ayuse</b>	Bank of Japan
<b>Alan Barkema</b>	Federal Reserve Bank of Kansas City
<b>Pierpaolo Benigno</b>	LUISS Guido Carli
<b>Ben S. Bernanke</b>	Board of Governors of the Federal Reserve System
<b>Lillian Cheung</b>	Hong Kong Monetary Authority
<b>Alberto Cogliati</b>	Bank of Italy
<b>Karolina Ekholm</b>	Sveriges Riksbank
<b>Charles L. Evans</b>	Federal Reserve Bank of Chicago
<b>Shin-ichi Fukuda</b>	University of Tokyo
<b>Pierre-Olivier Gourinchas</b>	University of California at Berkeley
<b>Masazumi Hattori</b>	Bank of Japan
<b>Ryozo Himino</b>	Financial Services Agency
<b>Hideaki Hirata</b>	Hosei University
<b>Yasuo Hirose</b>	Keio University
<b>James Holloway</b>	Reserve Bank of Australia
<b>Kaoru Hosono</b>	Gakushuin University
<b>Kiyoto Ido</b>	Bank of Japan
<b>Selo Imrohorglu</b>	University of Southern California
<b>Nobuo Inaba</b>	Ricoh Company, Ltd.
<b>Shogo Ishii</b>	International Monetary Fund
<b>Hiro Ishise</b>	Boston University
<b>Takatoshi Ito</b>	University of Tokyo
<b>Kazumasa Iwata</b>	Cabinet Office
<b>Hideki Izawa</b>	Kobe University
<b>Pierre Jaillet</b>	Bank of France
<b>Hong Bum Jang</b>	Bank of Korea
<b>Ryo Jinnai</b>	Texas A&M University
<b>Toshiki Jinushi</b>	Kobe University
<b>Thomas J. Jordan</b>	Swiss National Bank
<b>Keimei Kaizuka</b>	Ministry of Finance
<b>Hidetoshi Kamezaki</b>	Bank of Japan



<b>Juno Kang</b>	Bank of Korea
<b>Ryo Kato</b>	Bank of Japan
<b>Yukinobu Kitamura</b>	Hitotsubashi University
<b>Teruyoshi Kobayashi</b>	Chukyo University
<b>Jarmo Kontulainen</b>	Bank of Finland
<b>Yutaka Kurihara</b>	Aichi University
<b>Sachiko Kuroda</b>	University of Tokyo
<b>Sophie Lim</b>	Monetary Authority of Singapore
<b>Liu Yuling</b>	People's Bank of China
<b>Yoichi Matsubayashi</b>	Kobe University
<b>Bennett T. McCallum</b>	Carnegie Mellon University
<b>Mário Mesquita</b>	Banco Central do Brasil (former Deputy Governor for Economic Policy)
<b>Ryuzo Miyao</b>	Bank of Japan
<b>Yoshikazu Morimoto</b>	Bank of Japan
<b>Daisuke Nagakura</b>	Waseda University
<b>Tomoyuki Nakajima</b>	Kyoto University
<b>Seiji Nakamura</b>	Bank of Japan
<b>Hiroshi Nakaso</b>	Bank of Japan
<b>Kiyohiko G. Nishimura</b>	Bank of Japan
<b>Tadashi Nunami</b>	National Graduate Institute for Policy Studies
<b>Maurice Obstfeld</b>	University of California at Berkeley
<b>Taku Oizumi</b>	Bank of Japan
<b>Mitsuaki Okabe</b>	Meiji Gakuin University
<b>Kumiko Okazaki</b>	Bank of Japan
<b>Yuri Okina</b>	Japan Research Institute
<b>Tsunao Okumura</b>	Yokohama National University
<b>Arito Ono</b>	Bank of Japan
<b>Hugh Patrick</b>	Columbia University
<b>Ceyla Pazarbasioglu</b>	International Monetary Fund
<b>Charles I. Plosser</b>	Federal Reserve Bank of Philadelphia
<b>Andrzej Rzońca</b>	National Bank of Poland
<b>Makoto Saito</b>	Hitotsubashi University
<b>Jean-Luc Schneider</b>	Organisation for Economic Co-operation and Development
<b>Mototsugu Shintani</b>	Vanderbilt University
<b>Etsuro Shioji</b>	Hitotsubashi University
<b>Masaaki Shirakawa</b>	Bank of Japan
<b>Shigenori Shiratsuka</b>	Bank of Japan

<b>Pierre Siklos</b>	Wilfrid Laurier University
<b>M. R. Chatu Mongol Sonakul</b>	Bank of Thailand
<b>Mark M. Spiegel</b>	Federal Reserve Bank of San Francisco
<b>Miyako Suda</b>	Bank of Japan
<b>Michio Suzuki</b>	University of Tokyo
<b>Shiba Suzuki</b>	Meisei University
<b>Urszula Szczerbowicz</b>	Hitotsubashi University
<b>Hiroo Taguchi</b>	Hosei University
<b>Wataru Takahashi</b>	Bank of Japan
<b>Yosuke Takeda</b>	Sophia University
<b>Kenshi Taketa</b>	Aoyama Gakuin University
<b>Hiroki Tanaka</b>	Bank of Japan
<b>Yuki Teranishi</b>	Bank of Japan
<b>Joseph Tracy</b>	Federal Reserve Bank of New York
<b>Takayuki Tsuruga</b>	Kyoto University
<b>Kazuo Ueda</b>	University of Tokyo
<b>Kozo Ueda</b>	Bank of Japan
<b>Peter van Els</b>	Netherlands Bank
<b>Christopher J. Waller</b>	Federal Reserve Bank of St. Louis
<b>Reinhold Wanka</b>	Central Bank of Austria
<b>Perry Warjiyo</b>	Bank Indonesia
<b>Wako Watanabe</b>	Keio University
<b>William R. White</b>	Organisation for Economic Co-operation and Development
<b>Mark Wynne</b>	Federal Reserve Bank of Dallas
<b>Tomoaki Yamada</b>	Meiji University
<b>Hirohide Yamaguchi</b>	Bank of Japan
<b>Kenzo Yamamoto</b>	Bank of Japan
<b>Naoyuki Yoshino</b>	Keio University