

基礎研 レポート

中央銀行の独立性再考：新たな環境のもとで

大阪経済大学経済学部教授 ニッセイ基礎研究所 客員研究員 高橋 亘

要旨

本稿¹²では、中央銀行の独立性を再検討し、現在の環境に則したモデルの提示を試みている。中央銀行の独立性の重要性は 1990 年代に広く認識され、金融政策をインフレ抑制のために独立した中央銀行に委ねることが、経済学でも支持された。実際、1990 年代後半には、多くの先進国で中銀法が改訂され、政策運営面では、中央銀行の独立性を「目的」と「手段」に分け、目標インフレ率などの目的の決定については政府や議会が関与するものの、金利操作などの手段の独立性を中央銀行に付与するという考えに沿って多くの国でインフレーション・ターゲッティングが採用された。しかし 21 世紀に入り大きな環境変化が生じた。経済情勢はインフレからデフレ的な状況に変わり、2008 年に世界的な金融危機が発生し中央銀行にもその対処が求められ、また金融危機以降、財政赤字が累積した。こうした状況は 1990 年代には必ずしも十分には想定されていなかった。このため新たな環境のもとで、中央銀行の独立性は再検討される必要が生じている。本稿では、こうした状況変化でも独立した中央銀行は重要であると論じている。中央銀行は、広い意味での政府（統治機構）の中でも政治的に中立的な立場から、その専門性を活かして政府の経済政策を糾すことが期待される。本稿ではそうした視点から、立憲的な枠組みでの中央銀行の独立性のモデルを提示する。このモデルでは、権力分立を踏まえ中央銀行は政府の政策を牽制する役割を担う。なお世界的な金融危機以降、中央銀行は金融政策以外にも金融安定化政策、国債管理政策なども重要な業務として担うようになった。従来の独立性の議論は専ら金融政策を念頭においていたが、現在の状況ではこうした業務についての独立性のあり方にも考察することが必要になっている。最後に本稿では、中央銀行の独立性はより積極的に実践されるべきと主張する。中央銀行はこれまで政府との摩擦を避けるためその独立性の発揮は比較的消極的であったように思える。しかし政府の中の独立した政策主体として、中央銀行はより積極的な役

¹ 本稿は、主に 2017 年 10 月 Bruegel-Institute・神戸大学共催 ”Europe and Japan: Monetary policies in the age of uncertainty”、2018 年 5 月、日本金融学会中央銀行パネル「新日本銀行施行 20 年」のパネル報告に基づいている。本稿の英訳版は Bruegel-Institute・神戸大学から出版予定である。

² 本研究は JSPS 科研費 JP15H0572 の助成を受けている。

割を果たすべきである。建設的な牽制関係を構築することは、政策に中長期的な視点をもたらすことによって、今日の困難な経済的な課題を克服する政策立案に貢献することになる。

1—はじめに

1990年代後半、世界的に中央銀行法が改正され、中央銀行の独立性が強化された。1998年には、英国ではブレア内閣の下でイングランド銀行法が改正され、52年ぶり（1946年国有化）にイングランド銀行の独立性が強化された。同じ年に、日本でも56年ぶり（1942年以来）に日本銀行法が改正され、独立性が強化された。また欧州では、1993年発効のマーストリヒト条約に基づき、1998年に欧州中央銀行が設立された。欧州中央銀行も独立性の高い中央銀行である。

金融政策面で、中央銀行の独立性とは、政策目標を物価安定とし政府からの介入を招かず、政策金利などの操作目標を決定できることを意味している。このうち政策目標を他からの介入を排して独立して決定できることを「目標の独立性(goal independence)」とし、操作目標を独立して決定できることを「手段の独立性(instrument independence)」と峻別し、経済学界では独立した中央銀行には「手段の独立性」のみが与えられているというのが定説となっている³。このため政策目標である物価安定の具体的内容（例：目標インフレ率）には、政府議会などの関与が認められているというのが定説であるが、本稿ではそこに異論がありうると論じている。

中央銀行の独立性が強化された背景には、ニュージーランドを嚆矢として主に1990年代からインフレーション・ターゲットを採用して、インフレが抑制されたという実績がある⁴。インフレーション・ターゲットの採用によって、中央銀行による金融政策は、物価安定に専念することになった。またイングランド銀行を典型とするように、中央銀行は銀行監督等の「金融安定」を担うことを免れ、金融政策に専念する単目的な組織として純化された⁵。このため、金融政策の独立性を確保することは、組織としての中央銀行の独立性を確保することを意味し、問題を単純化した。

中央銀行の独立性強化は、こうした実務上の成功を法制度的に強化することであった。成功体験という実績を踏まえて法整備がなされたことには注意が必要である。政策の実践は、法や制度が整備されれば、それによって成功がもたらされるという単純なものではない。独立した中央銀行が成功するためには、法制度面の整備という必要条件に合わせて、実績という十分条件が必要である。

中央銀行の独立性は、実績と理論に支えられ盤石にみえた。

³ 目標の独立性に政治の関与が認められるのは、独立した中央銀行といえども民主主義下では政府の一定程度の関与によるコントロールが必要であるとの考えによるからである。中央銀行は一方で「手段の独立性」を確保することで、政策の裁量性を確保し政策の自由度を高めることが出来るとされた。

⁴ 英国でも、インフレーション・ターゲットは、1992年のERM危機を経て、事実上1998年のイングランド銀行法の改正に先立ち採用され、インフレ抑制に実績を上げてきた。これに対し後述のように、日本における2013年1月の2%のインフレ目標の導入では、それまでの実績という条件が欠けていた。

⁵ 当時、「金融政策」と「金融安定化策」に潜在的な利益相反があり、両者は分離されるべきと経済理論でも主張された（Goodhart & Schoenmaker<1995>）。例えば、金融引き締め策は、金融機関の収益環境の悪化を通じて銀行貸出の抑制を図るが、金融安定化策の観点から、銀行経営の悪化を懸念して、金融引き締め策が遅れかねないという問題である。もっとも、当時から銀行部門は、金融政策の重要な波及経路であり、中央銀行はその動向を把握することが金融政策運営上重要であるとの反論もあった。後述のように、2008年の世界的な金融危機により、銀行部門の不安定化が、金融政策の効果を減殺させることがあらためて認識され、英国ではイングランド銀行が再び金融安定化政策を担うことになった。

しかし、中央銀行の独立性は、21世紀にはいり、様々な環境変化によって挑戦を受けることになった。特に、2008年の世界的金融危機は、経済における中央銀行の役割を大きく変貌させた。物価の安定に専念する単純な中央銀行モデルは通用しなくなった。物価安定に専念する中央銀行（single mandate CB）は、金融安定や国債管理も担う多目的な中央銀行（multi mandates CB）へとの変化が求められた。このことは、中央銀行の独立性の問題を従来よりも複雑にし、厄介にした。もしこうした中央銀行の変化が一時的なものであれば、従来の中央銀行モデルの有用性は失われないだろう。ただ現在の状況は当面続きそうである。

新たな環境のもとで中央銀行の独立性はもはや必要ではないのだろうか？

本稿では、現在の状況において、中央銀行の独立性の必要性を確認し再構築する。なお現在のマクロ経済学（金融論）は、中央銀行や銀行制度などの金融制度を所与として政策の効果を論じる。このため、制度の改革等を取りあげ検討、議論することには比較的少ない。しかしとりわけ金融論では、制度のあり方自体の検討も極めて重要であり、それなしには、政策を論じることはできないだろう。本稿がそうした研究の一助となれば幸いである。

2——中央銀行の独立性:1990年代

中央銀行の独立性の再考の前に、1990年代の状況を簡単にレビューしてみよう。

最初に当時の大きな環境変化として、世界的な市場経済化の進展があげられる。この背景には、先進国における自由化の進展と、旧社会主義国の市場経済化があげられる。世界的な市場経済化はグローバル化と称されるようになる。市場経済化では、市場（価格）メカニズムが重要である。金融政策でも、政府による行政的な規制や指令ではなく中央銀行による市場メカニズムを活かした金利政策が重要になる。さらに市場メカニズムがよく機能するためには、インフレ率の安定が重要になる。こうした状況で、政府による規制・指導に代わって、中央銀行の金融政策が重要になった。

当時の中央銀行の独立性の理論は単純であった。その典型は、Rogoff（1987）等を示された保守的中央銀行モデルである。金融政策は、インフレバイアスを持つ政府ではなくインフレに警戒的な保守的な中央銀行に委ねるべきであると主張される。

理想とされたのは、独立した中央銀行が金融政策を独立に運営することである。

公的な政策を営む主体は政府や議会のコントロールの下に動くのが原則であり、公的政策が政府でない独立主体に委ねられるときには、説明責任が求められる。また独立性を維持するためには、政策は、事前ではなく事後的にチェックされることが望ましい。さらに裁量的な政策は政治的とみなされるため政策運営では規則的な政策が望まれる。またルールを設定することがそれ自身、情報を提供し説明責任を果たすことになる。

3——21世紀に入ってから環境変化

3.1. デフレーション

物価情勢がインフレからデフレに転じたことは、理論上も実務上も最も重要な変化である。前述の

ように、中央銀行の独立性を支えるもっとも単純な経済理論は、インフレをコントロールするためには、金融政策はインフレバイアスを持つ政府ではなくインフレに保守的な中央銀行に委ねるべきとした。これに従えば、デフレを克服するためには金融政策は中央銀行に委ねるべきでないとされてしまう。インフレバイアスを持つ政府と保守的な中央銀行で成り立つモデルでは、デフレの状況では中央銀行の独立性は導けない。

さらに時間が経つにつれて、デフレは一時的なものではなく長く続くことが明らかになってきた。その最も重要な背景は、世界的な自然成長力の低下である。経済学においても「長期停滞論」が広範化した。

3.2. デフレーションと財政金融政策

デフレの状況は、財政金融政策に大きな変化をもたらした。

金融政策では、いわゆる非伝統的金融政策が採用された。

非伝統的な政策は、大きく見れば二つの要素からなる。

第一は、金利政策から量的政策への転換である。継続的なゼロ金利の下で量的緩和としてベースマネーの増大を行う。量的拡大のためには、非伝統的な手段として国債以外の株式会社債等も購入する。米国では、特に金融危機により信用条件が極度に悪化した住宅ローン担保証券（モーゲージ債）が大量に購入された。これらは特に信用緩和といわれることもある。多くの場合、量的緩和は信用緩和を包含する。

ターゲットとしての量的指標の採用自体は、1980年初頭の米国でも採用され非伝統的金融政策特有のものではない。ただし伝統的な政策のもとでの量的指標の採用は、短期金利変動の自由度を増すためであった。この点非伝統的な金融政策の量的政策はゼロ金利制約という金利の変動が制約されたもとで採用された点は大きく異なる。また信用緩和についても、経済発展途上の金融市場が未整備の経済では、中央銀行が特定産業の手形を優遇的に再割引するような政策はとられてきた。これは経済発展策としての性格を持つものでもあった⁶。だが先進国において民間企業の信用評価に影響をもたらす選択的な信用供与は異例の措置である。

第二は、期待のコントロールである。経済学における合理的期待革命以来、金融政策においては期待の役割が重視されるようになった。あらかじめ経済の状況への政策対応を明らかにするというルー尔的な政策は、政策への理解を高めることによって政策効果を強める有効な政策であった。非伝統的な政策においては、将来までの金融緩和を約束するというフォワードガイダンス政策がとられた。これは伝統的な金融政策における期待の扱いと同様な側面もあるが、政策変更がルールに基づかないため裁量性が大きいという性格を持っていた。

また非伝統的な政策では、政策が効果をあげるまで緩和政策を続けることを約束することにより、現時点で人々に将来政策効果があがることを期待させ、これにより現在の景気回復に効果をあげるという異時点間の選択を通じた政策が重視されるようになった。例えば、人々が将来のインフレの加速を確信すれば、現在、物の購入を急ぐ。すなわち「将来の」インフレの期待が、「現在の」消費を増

⁶ 日本でも貿易手形（輸出・輸入貿易手形）を日銀が優遇する制度がとられていた時期がある。

加させるという理屈である。ただ実際には、フォワードガイダンスは、主に期待の影響を受ける長期金利をコントロールする手段として運用されている。

非伝統的な金融政策について、中央銀行の独立性の点からは二つの問題が指摘できる。

第一は、非伝統的な政策は経済成長率の様な実質変数への効果は弱かったのに対して株価や為替の様な資産価格には強い影響を持つことである。実体経済に政策効果が弱いのは、金利変動を通じた政策効果が欠落しているためであり当然である。政治は株価に対して強い関心をもつ。このため非伝統的な政策は政治の介入を招きやすい。

第二は、前述のように非伝統的な政策が裁量的なことである。非伝統的な政策は、生産、消費等への政策効果が弱いことからテイラールールのような政策ルールを確立できない。ルール政策は政治の介入を回避するうえでも重要だが、非伝統的な政策は政策ルールが確立できないため政治の介入を招きやすい。

財政政策にも大きな変化があった。欧州や英国の例が示すように、中央銀行の独立性は、均衡財政の規律と一体となって実現されるものである。財政規律は中央銀行の独立性の前提条件であった。しかし金融危機後の財政支出の拡大によって財政規律は崩れた。これは中央銀行の独立性に悪影響を与えた。そしてゼロ金利制約では、金融政策は財政政策との「協力」なしには効果が発揮できないことから、従来のように金融政策単独ではなく、財政政策との協調の中で金融政策を運営することが求められている。

3.3. 財政支配

前述のように、金融危機後の財政支出の拡大は国債の大量発行を招いた。多くの国で、中央銀行は国債管理の任務を担っている。金融危機後の脆弱な経済構造においては、財政の持続性の確保も重要となった。このため金融政策運営においても、通常以上に財政の持続性に配慮を働かせなければならなくなった。財政の状況により金融政策が制約される状況は財政支配（Fiscal Dominance）と言われる。

財政支配は、金融危機後の新しい問題として現れたように見えるが、以前から FTPL（Fiscal Theory of the Price Level）として指摘されてきた。FTPLは、統合政府勘定によって財政によってインフレに影響を与えられることを示した⁷。しかしこれは逆にみれば、**3.2.**で示したように均衡財政が独立した金融政策の大前提であることを示している。財政規律の喪失は中央銀行の独立性に悪影響を与えている。

3.4. 金融危機と金融安定の再任

イングランド銀行が典型のように、金融安定化機能は独立した中央銀行から分離された。これは、①金融政策と金融安定化政策に潜在的な利益相反があること、②金融安定化政策は、本来政府が担うべき産業政策的な側面を持つこと、③金融安定化政策に伴う資金は財政支出の性格をもつこと、などが理由とされる。英国の場合は、新たな多様な金融サービスが既存の銀行部門を超えて拡大し、それ

⁷ 岩村（2018）参照。

を一括して担当する当局として金融サービス庁（Financial Services Authority）が設置された。

しかし金融危機は、金融安定化策での中央銀行の役割に再び光を当てることになった。

現在の金融危機は、流動性の危機という性格を持つ。また金融ネットワークの深化から、ショックの連鎖の可能性が高まっている。市場の中に位置する中央銀行は、市場や銀行の流動性の状態を知る立場にいた。現在の金融危機では、即刻の流動性の供給が必要となるが、それは中央銀行の役割であった。

変化の激しい金融市場においては、健全な金融機関にのみ流動性を供給するというバジヨットの原則はもはや通用しない。中央銀行は、金融市場でほかに貸し手が存在しない時に貸出に応じる最後の貸し手（Lender of Last Resort）とされてきたが、現在の金融危機では、危機の連鎖を早期に防ぐ役割を担うようになった。このため最初の貸し手（Lender of First Resort）とも揶揄される状況になっている。

また政府の一部として金融サービス庁が設置されたように、金融安定化政策は本来的に行政的な政策との側面を持つ。また中央銀行の抱える潜在的な損失は財政による補填を必要とする。このため、金融安定化策では中央銀行の財務面でも政府との協調が求められている。

3.5. 経済の政治化

金融危機以降、政府が経済への関与を深める「経済の政治化」が進んでいる⁸。その背景としては、金融危機の経験を経て、規制強化の必要性、自由放任の後退などがある。また金融危機以降、労働者の所得が伸び悩む一方資産価格が上昇し、格差が拡大したことなども経済に対して政治の関心を強めている。

4——中央銀行の独立性に回復のために

4.1. 立憲モデルの提案⁹

前述のように従来の中中央銀行の独立性のための経済学的モデルは現在の状況では有用性を失った。もし現在の状況でも独立した中央銀行が必要であれば、そのモデルには次のような条件が必要とされる。①インフレでもデフレでも通用する、②政府との協調が必要な国債管理政策、金融安定化政策を担っても対等な関係で独立性を確保できる、③政治的な状況を考慮していることなどである。

これらの要求に応えるために、提案するのが、中央銀行を独立した権力として位置付ける立憲的な権力分立モデルである。立憲的な権力分立モデルは、政治的な側面を考慮した政治経済モデルである。この点上記要件③を満足している。この政治経済モデルでは、中央銀行は、統治機構のなかにあるが執行部（行政部門）とは、組織として独立している。統治機構のなかにあって独立した組織としては、裁判所のほか、公正取引委員会などの独立行政主体がある。他の独立行政機関と同様、中央銀行と政府はチェック・アンド・バランスの関係にある。

⁸ かつては経済外交では「政経分離」などが謳われたが、現在ではほぼ死語になっている。

⁹ 筆者の憲法と中央銀行の独立性の関係についてのより詳細な議論は、高橋（2012）、長谷部ほか（2016）などを参照。

独立した権力は、政府と差別化されること、すなわち政策主体として時として政府と相違する立場をとることに存在意義を持つ。かつて中央銀行の独立性は、財政当局からの独立性に求められた。財政法では、中央銀行の国債引き受けは禁じられている。しかし、これだけでは現在のように財政政策と協調しつつ独立性を確保する状況では十分でない。

むしろ現在の状況で、中央銀行の独立性の意義は、中央銀行が中長期的な視点を持ち、政治的な中立性により、必要とあれば政府の経済政策全般にも積極的に提言していくことに求められる。

一方、民主主義的社会においては、選挙によって選ばれた代表が統治機構をすべてコントロールすることが原則である。この点金融政策を独立に運営することは非民主的な側面を有している。中央銀行は政治によるコントロールでなく、透明性を保ち説明責任を果たすことで民主的にチェックされることが必要になる¹⁰。

4.2. 積極的な独立性

立憲的なモデルの特徴は、中央銀行が政府の中で独自の使命を担う存在として独立性を発揮することである。具体的には、中央銀行が政府からチェックを受けるばかりでなく、中央銀行が政府の政策をチェックし両者の間に健全な緊張関係を築くことである。中央銀行が政府との対立を避けるよう行動することを「消極的な独立性」と呼べば、中央銀行が積極的に政府の政策をチェックするような行動は「積極的な独立性」と呼ぶことが出来る。後述のイングランド銀行が財政政策に対し公開書簡を送るという提案は積極的な独立性の一例である。立憲モデルの権力分立は、積極的な独立性によって「健全で建設的な緊張関係」を生むことになる。

4.3. 歴史的事実としての立憲モデル

こうした立憲モデルは歴史的な事実を反映している。いくつかの国では、中央銀行の独立性は、分権の推進・強化という憲法的な改革と軌を一にして行われた。例えば、英国では、ブレア内閣の下で、スコットランドとウェールズの自治が強められる憲法的な改革の中で、イングランド銀行が独立した。また日本でも、司法改革、地方自治改革、行政改革とほぼ同時期に日本銀行の独立性が強化された。また欧州においても、行政府、議会、裁判所の設置の後中央銀行が設立されている。

4.4. 立憲モデルとしての中央銀行の政策運営

次に立憲的に独立した中央銀行の政策について検討していこう。

まず中央銀行の独立性は、組織として独立していても、すべての政策・業務が独立して行われることを意味しない。これは、民間企業が政府から行政行為を委任された場合と同様である。また、政策・業務を行うときは、裁量性を排しルールベースで行うことが望まれる。

4.4.1. 金融政策

¹⁰ 中央銀行の説明責任としては、第三者による政策の評価も重要である。ニュージーランド準銀、イングランド銀行、スウェーデン中央銀行などでは、定期的に海外の有力学者等による検証が行われている。

金融政策については「目標の独立性」と「手段の独立性」が峻別される。

手段の独立性である操作目標の独立性の必要性はすでに確立している。その運営については極力、客観的基準に基づきルール化した政策を行うことが望ましい。ルール政策は、裁量性を排し、透明性を高め説明責任を高める。その政策ルールのうち金利政策として典型的なのがテイラールールである。ただゼロ金利制約がこの運用を妨げている。マイナス金利政策は、ルールベースへの復帰の道を開く点では歓迎されるが、様々な限界も多い。前述のように非伝統的な政策は裁量的になりやすい。十分な説明と外部からの評価が必要となる。

「目標の独立性」については議論の余地がある。標準的な経済理論では、具体的なインフレ目標は政治と協力して決定されることを支持する意見が有力である。しかし、政府が近視眼的であれば政治的に過大な目標を設定する可能性がある。このため中央銀行は、非政治的な立場から目標の整合性をチェックする必要がある。

この点、特に現在の状況ではインフレ目標と自然成長率の関係が検討されるべきであろう¹¹。自然成長率が低下している現在のような経済状況では整合的な目標インフレ率も低下してきているとみるべきであろう。こうした状況で、高いインフレ目標を掲げれば、長期的な緩和策を継続せざるをえなくなる。金融緩和策は必ずしも自然成長率を上昇させるとは限らない一方、非効率な資源配分を生み出し逆に潜在成長率を低下させかねない。このため目標インフレ率への政府の関与は現在のようなデフレ的状况でも注意を要する。

4.4.2. 財政政策

前述のようにゼロ金利制約下では、金融政策は財政政策との協調が必要となる。財政支配の議論は財政赤字が金融政策を制約することを示しているが、中央銀行は独立した政策主体として、財政政策についても、中央銀行の側からも積極的にチェックを働かせるべきである。四半期ごとに、中央銀行が財務省に財政政策についての公開書簡を送るとい興味ある提案が Ball 等(2018)によってなされている。

4.4.3. 金融安定化政策

金融危機後、金融安定化政策についての中央銀行の役割の重要性が再認識された。金融安定化政策は、独立した中央銀行にとって最も注意を払わなくてはならない政策である。潜在的な財政負担が伴うことを考えると金融安定化政策では基本的には政府の代理人として働くべきということになる。金融安定化政策は、金融政策に比べて、ルールの政策運営は難しい。無論、中央銀行は金融市場の中にあつて、よりよい知識を持つ。このため実際には政策において指導的な役割を果たす必要がある。

5——中央銀行の独立性:日本銀行の場合

¹¹ インフレ目標は、金融政策ばかりでなく財政ファイナンスの制約にもなることから、本来は財政政策の規律にもなるものである。わが国では、政治的圧力で、インフレ目標が達成の可能性の小さい2%と高めに設定されるため、インフレ目標は、インフレ期待のアンカーとしてばかりでなく、財政ファイナンスの制約とも働いていない。

5.1. 不幸な出自

前節までは、中央銀行の独立性について一般論を論じてきた。ここでは簡単に日本のケースを紹介しておきたい。

日本銀行は、1942年に戦時体制に作成された旧法の下で半世紀以上独立性のない状況にあった。日本では官僚組織が強く、日本銀行は政治家の影響というよりは、大蔵省のコントロールの下にあった。日本銀行は1997年に法改正され独立性を与えられたが、そのきっかけは政治家による反大蔵省の動きの副産物であり、英国ではブレア政権の強い政治的意思のもとでイングランド銀行が独立したが、日本の場合、政治の意思は弱かった。

これを反映して、日本銀行の独立性は制度的に不十分なものとして出発した。新しい日本銀行法自身は世界標準に近いものであった。しかし前述のように中央銀行の独立性にとって財政規律は必要条件であった。英国でも、同時に財政均衡ルールが制定され、欧州でもマーストリヒト条約で財政均衡が規定された。日本の場合は、1997年に財政均衡法案が可決されたが1年後に、金融危機によって法案は廃止された。以降財政規律はゆるみ現在では国債のGDP比率は200%を超えている。

5.2. デフレの進行

その後のさらなる不幸は、日本銀行の独立直後からデフレが問題となったことである。日本のデフレは、当初、バブルの崩壊による銀行の危機によるなど金融的な要因が注目された。しかし時間が経つにつれて、自然成長率の低下による影響が大きいことが明らかになった。こうした状況では、金融政策の効果は限定的とならざるを得なかった。

一方、財政ポジションは、税収の低迷と社会保障費の増加で赤字が拡大した。こうした下で財政政策の効果も限定的にならざるを得なかった。経済の成熟化のもとで財政乗数も低下していた。このためマクロ政策としては、金融政策に期待が寄せられることになった。

1999年にゼロ金利政策を採用した日本銀行は非伝統的政策のフロントランナーと称されることもある。しかし実際は暗中模索の過程でもあったといえよう。当初は名実ともゼロ金利政策をとったが、金融市場の機能への悪影響を避けるためにリーマンショック以降の政策ではわずかなプラス金利を維持するなど試行錯誤を繰り返してきた。

インフレ目標の採用に後ろ向きで、2013年に政治的圧力のもとで、やむなくインフレ目標を採用するなど、強力で一貫的な政策の確立に失敗してきた。

デフレの継続は金融政策の失敗によると考えられ、日本銀行の独立性を弱める法改正が提案された。

5.3. アベノミクス

2012年、自民党は大胆な金融政策をマニフェストにあげ政権を獲得した。金融政策への政治の直接介入は異例であった¹²。安倍首相によって任命された黒田総裁は、過去の常識を覆す規模の金融緩和を実施してきている。消費増税を延期するなど財政規律は一段と弛緩している。国債の残高はGDPの200%を超えるが、日銀はその半分を購入してベースマネーを拡大している。その結果、国債金利

¹² 軽部 (2018)

は低位を維持する一方、日本銀行のバランスシートも GDP の規模まで拡大している。

日本経済は、戦後 2 番目の長い景気拡大を続けている。これはアベノミクスの恩恵もあるが、世界経済の回復に支えられた面も大きい。しかしアベノミクスはインフレ率 2%、GDP 成長率 2% を目標としているが、到底目標には達していない。

現在潜在成長率は 1% を下回っている。こうした下では、アベノミクスの目標は長期的には矛盾としたものとなっているが、日本銀行から十分な批判は控えられている。

安倍政権のもとで日本銀行の個々の政策決定に際して政府からの介入は公表されていない。一方、政治側は審議委員を政治任用している。本来審議委員は多様性が期待されていたが、現在の審議委員の大半はアベノミクスを強く支持している。

政治学者によれば、現在の安倍政権は、人事権によって独立機関のコントロールを強めてきた¹³。具体的には、最高裁判所の判事、NHK の会長、法制局長官の人選が従来 of 慣行を破ってなされている。

アベノミクスの下で日本銀行の独立性は事実上弱まっている。これは、立憲的な権力分立の弱体化を背景としている。独立機関の独立性の弱体化は政府の政策の批判的な検討を弱めている。これは、新たにくる景気後退、危機への対応力を弱めてしまう。

日本の事例は、中央銀行の独立性は経済的状況と同時に政治的状況を反映していることを示している。

5.4. アベノミクスの下での独立性と説明責任

現在日本銀行をはじめ独立行政機関は、政府とのコンフリクトを避けることで独立性を確保しようとしている（消極的な独立性）。政府は中央銀行へ圧力をかけているといわれるが、そうした圧力が公式なルートで行われることは少ない。例えば、金融政策決定会合では、政府の委員が出席しているが、その場で圧力がかけられるのはまれである。通常政治的な圧力がかかるのは、政府と日銀の非公式なやり取りであろう。

例えば、日銀が 2% のインフレ目標を決定した 2013 年 1 月の決定については、政治家や日銀のインタビューに基づいて政治的圧力があつたことが報じられている¹⁴。しかしこうしたやり取りは公式の記録では確認できない。

中央銀行の独立性にとって最も重要なのは政府との関係であろう。現時点で独立性を強めるための最も効果的な策は、政府とのやり取りを含めて記録し公開することである。これは日銀の説明責任を強化することである。

6——最後に: 中央銀行の将来

世界的な金融危機の後多くの中央銀行は「非伝統的金融政策」を採用し、金融政策以外の多くの政策を担うようになった。現時点では学者、中央銀行家の多くが、今後金融政策においても、非伝統的

¹³ 上川（2014）等の指摘。

¹⁴ 軽部（2018）など。

な手段を用いることを支持している。また、金融政策以外の金融安定や国債管理を担うことを支持している。

金融危機前には以下のような中央銀行が理想とされていた。

1. 民間の債務の購入を避け、中央銀行の資産は最も信用度の高い国債によること
 2. 中央銀行の国債の直接購入の禁止のほかに、中央銀行の財務の健全性の為に、長期国債の保有には制限が設けられていること
 3. 市場への介入を極小化し資産の規模を小さくすること
 4. 政策はテイラールールのような政策ルールを参照したルール政策であること
- 世界的な金融危機は、こうした理想を 180 度転換した。

例えば、Fed は

1. 政府関係機関債のほか MBS のような民間債務を大量に購入した
2. 無制限に国債購入が行われた
3. 中央銀行の規模が急速に拡大した
4. 量的緩和などで裁量的な政策が行われた。

別のいい方をすれば、「理想の中央銀行」には以下のような規律があった

1. 民間の信用度に不必要な影響を与えないこと
2. 財政規律が働くようにすること
3. 中央銀行の財務の健全性に考慮すること
4. 政策の裁量性を極小化すること

これらの規律は中央銀行の独立性を支持した。

世界的な金融危機はこれらの規律を緩めた。これは従来の独立性の理論に決して支持的ではないだろう。

この論文では、政治経済的な側面に注目し、政府内でチェック・アンド・バランスを働く存在として立憲的な中央銀行モデルを提案した。

中央銀行は組織としての独立性を確保し、個々の業務の独立性は検討される。
金融安定化策の独立性など、残された課題は多い。

【参考文献（日本語）】

- 石垣健一・三木谷良一、「中央銀行の独立性」東洋経済新報社 1998 年
岩田一政、「デフレとの闘い」日本経済新聞出版社 2017 年
岩田一政・左三川郁子、「金融正常化へのジレンマ」日本経済新聞出版社 2018 年
岩村充、「中央銀行が終る日：ビットコインと通貨の未来」新潮社 2016 年
岩村充、「金融政策に未来はあるか」岩波書店 2018 年
上川龍之進、「日本銀行と政治—金融政策決定の軌跡」中央公論社 2014 年
翁邦雄、「経済の大転換と日本銀行」岩波書店 2015 年
翁邦雄、「金利と経済—高まるリスクと処方箋」ダイヤモンド社 2017 年

小栗誠治、「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」『彦根論叢 第417号』98-116頁、滋賀大学経済経営研究所、2018年

軽部謙介、「官僚たちのアベノミクス—異形の経済政策はいかに作られたか」岩波書店 2018年

木内登英、「金融政策の全論点」東洋経済新報社 2018年

木下智博、「金融危機と対峙する「最後の貸し手」中央銀行」勁草書房 2018年

鯨岡仁、「日銀と政治」朝日新聞出版 2017年

小林慶一郎、「財政破綻後—危機のシナリオ分析」日本経済新聞出版社 2018年

佐藤幸治、「日本国憲法と『法の支配』」有斐閣 2002年

佐藤幸治、「現代国家と人権」有斐閣 2008年

白川方明、「中央銀行—セントラルバンカーの経験した39年」東洋経済新報社 2018年

白塚重典、「物価の経済分析」東京大学出版会 1998年

須田美矢子、「リスクとの闘い 日銀政策委員会の10年を振り返る」日本経済新聞出版社 2014年

高橋亘、「中央銀行制度改革の政治経済的分析（試論）；歴史的視点と憲法論的視点」、ディスカッション・ペーパーシリーズ、DP2013-J02、神戸大学経済経営研究所 2013年

竹田陽介・矢嶋康次、「非伝統的金融政策の経済分析」日本経済新聞出版社 2013年

長谷部恭男ほか、「中央銀行論（日本国憲法研究 座談会）」『論及ジュリスト(2016年冬)』,149-169頁、有斐閣、2016年

春井久志、「中央銀行の独立性：再々考—新日銀法施行後の20年—」、『証券経済研究 第106号』19-32頁 2019年

藤木裕、「金融市場と中央銀行」東洋経済新報社 1998年

米沢潤一、「日本財政を斬る」蒼天社出版 2016年

【参考文献（英語）】

1. Allen, W.A.: Quantitative Easing and the Independence of the Bank of England. NIESR Policy Paper. 001 (2017) Available at <https://www.niesr.ac.uk/sites/default/files/publications/NIESRPP001.pdf>
2. Balls, E., Howat, J., Stansbury, A.: Central Bank Independence Revisited: After the Financial Crisis, What Should a Model Central Bank Look Like? M-RCBG Associate Working Paper No. 87 (2018) Available at https://www.hks.harvard.edu/sites/default/files/centers/mrcbg/working.papers/87_final.pdf
3. Bank of England.: Independence – 20 years on (2017) Available at <https://www.bankofengland.co.uk/events/2017/september/20-years-on>
4. Brunnermeier, M.K., Pedersen, L.H.: Market Liquidity and Founding Liquidity. The Review of Financial Studies, 22 (6) pp. 2201-2238 (2008)
5. Buiters, W.: Central Banks: Powerful, Political and Unaccountable? Discussion Paper No. 10223, Centre For Economic Policy Research (2014)
6. Chrystal, A.: Summary of Discussions. In Government debt structure and monetary conditions.

Bank of England, London (1998)

7. Cukierman, A.: Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence. MIT Press, Cambridge (1992)
8. Cukierman, A.: Central bank independence and monetary policy making institutions— Past, present, future. *European Journal of Political Economy*, pp. 722-736 (2008)
9. Cukierman, A.: Regulatory Reform and the Independence of Central Banks and Financial Supervisors. In Morten Balling, E.G.: *States, Bans and the Financing of the Economy: Monetary Policy and Regulatory Regimes*, pp. 121-134. SUERF, Vienna (2013)
10. Debelle, G., Fisher, S.: *How Independence Should a Central Bank Be? Working Papers in Applied Economic Theory* (1994)
11. Debelle, G.: Central Bank Independence in Retrospect. Address at the Bank of England Independence: 20 Years on Conference (2017) Available at <https://www.rba.gov.au/speeches/2017/sp-dg-2017-09-28.html>
12. Drazen, A.: *Political Economy: In Macroeconomics*. Princeton University Press, Princeton (2000)
13. Eggertsson, G., Woodford, M.: *Optimal Monetary Policy and Fiscal Policy in a Liquidity Trap*. NBER International Seminar on Macroeconomics. Reykjavik, Iceland (2004)
14. Eijffinger, S.C., De Haan, J.: *The Political Economy of Central Bank Independence*. Special Papers in International Economics, Princeton (1996)
15. Eijffinger, S., Geraats, P.: How transparent are central banks? *European Journal of Political Economy*, 22(1), pp. 1-21(2006)
16. Feldstein, M.: *The Role for Discretionary Fiscal Policy in Low Interest Rate Environment*. NBER Working Paper 9203 (2002)
17. Fischer, S.: *The independent Bank of England, Board of Governors of Federal Reserve System*, (2017) Available at <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/fischer20170928a.htm>
18. Geithner, T. *Stress Test: Reflection on Financial Crises*. Broadway Books, (2014)
19. Goodfriend, M., King, R.: *Financial deregulation, monetary policy, and central banking*. In Haraf, W. Kushmeider, R.: *Restructuring Banking and Financial Services in America*. AEI(1988)
20. Goodhart, C.: *The Changing Role of Central Banks*. Bank for International Settlement working Papers No. 326 (2010)
21. Goodhart, C., Meade, E.: *Central Banks and Supreme Courts*. *Monede Y Credito*, No. 218, pp11-42 (2004)
22. Goodhart, C., Schoenmaker, D.: *Should The Functions of Monetary Policy and Bank Supervision Be Separated?* *Oxford Economic Papers, New Series*, 47(4), pp. 529-560, (1995)
23. King, M.: *Changes in UK Monetary Policy: Rules and Discretion in Practice*. *Journal of Monetary Economics* 39, pp. 81-97, (1997)
24. Krugman, P.R., Dominquez, K.M., Rogoff, K.: *It's baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap*. *Brooking Papers on Economic Activity* 1998. 2, pp. 137-205, (1998)

25. Kydland, F., Prescott, E.: Rules Rather than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy* 85, pp. 473-491(1997)
26. Nakaso, H.: Evolving Monetary Policy: The Bank of Japan's Experience. (2017) Available via https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2017/data/ko171019a1.pdf
27. Persson, T., Roland, G., Tabellini, G.: Separation of powers and political accountability, *Quarterly Journal of Economics* 1120 (November), pp. 1163-1202 (1997)
28. Persson, T., Tabellini, G.: *Political Economics: Explaining Economic Policy*. The MIT Press. Cambridge. (2002)
29. Rogoff, K.: The optimal degree of commitment to an intermediate. *Quarterly Journal of Economics*, 100 (November), pp. 1169-1189 (1985)
30. Sargent, T.J., Wallace, N.: Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* (Fall) pp. 1-17 (1981)
31. Svensson, L.O.: The Zero Bound in an Open Economy: A Foolproof Way of Escaping from a Liquidity Trap. NBER Working Papers 7957 (2000)
32. Tucker, P.: *Unelected Power: The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State*, Princeton University Press, Princeton (2018)
33. Walsh, C.E.: Optimal contracts for central bankers. *American Economic Review*, pp. 150-167 (1995)
34. Woodford, M.: *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton University Press, Princeton (2003)

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。