

## 書評

春井久志著

『中央銀行の経済分析—セントラル・  
バンキングの歴史・理論・政策』

(東洋経済新報社, 2013年)

齊藤美彦

## はじめに

近年、中央銀行および金融政策に関連した書籍が数多く出版されている。これは日本における長期停滞やリーマン・ショック以降の世界経済の混乱が、金融政策や中央銀行への関心を高まらせたからであろう。そして主として先進国・地域の中央銀行が非伝統的・非正統的といわれる領域の金融政策に乗り出さざるをえない状況となってきたからであろう。そのため従来の金融政策論の本・教科書は役に立たない状況となってきた。わかりやすい一例を挙げるならば日本においては「公定歩合」という言葉自体が存在しないという状況となってきたし、直近においては「政策金利」も存在しない。それでもこのことが一般にどれほど広まっているかという疑問である。金融政策は一般的な関心の的にはなりにくいからである。それでも関連書籍が多くなってきているのは事実なのである。

しかしながら著者は本書の「序」において「中央銀行の多面性を包括的な視点から分析した経済書は、浅学の身ゆえに、寡聞にして存じ

ない」と言い切っている。そして、本書の狙いとはまさしく「中央銀行の諸機能、言い換えればセントラル・バンキングを種々の側面から包括的に考察する」ことであると宣言されているのである。

この部分を読んで思い出したのは約30年前(1984年)に出版された西川元彦著『中央銀行』(東洋経済新報社)の「はしがき」であった。そこで西川は、「中央銀行」という本が日本にも外国にもあまりなく、特定国の制度や歴史やある時期の金融政策を論じたものはあっても「もひとつ包括的でなく、統一的視点を見つけない」と書いているのであった。そして「中央銀行」という題名の本が少ない理由として「古い中央銀行は300年の歴史を持っているのに、この言葉や概念が一般化したのは近々50年前頃からにすぎないこと」および「学問の分化」を挙げている。

西川著の出版後約30年を経過した現在においても中央銀行関連書籍の現状がそうであるとすれば、その理由もまた当時と同じということなのかという興味はあるが、そのことはひとまず置いて本書の構成をみることにすれば以下のとおりとなっている。

序 中央銀行とグローバル金融危機

第Ⅰ部 中央銀行の歴史的分析

第1章 セントラル・バンキングの歴史的分析視角

第2章 イングランド銀行はいつ中央銀行に変貌したか

第Ⅱ部 中央銀行の理論的分析

第3章 「金融」と「中央銀行」の存在意義

第4章 中央銀行の理論的分析

第Ⅲ部 中央銀行の政策的分析

第5章 中央銀行の目的と金融政策の目標

第6章 金融政策の諸手段

補論 金融政策とフィナンシャル・コンディションス・インデックス—マクロ・ブルーデンス政策のための量的指標—

結 セントラル・バンキングの将来

## I. 各章の内容

冒頭で紹介した一文のある「序」の後の「第Ⅰ部」は「中央銀行の歴史分析」であり、「第1章 セントラル・バンキングの歴史的分析視角」においては、グッドハートの著書の記述を引用する形で「中央銀行の生成・発展過程の原動力となっているのは、そのダイナミックな過程における生来の緊張関係や拮抗関係である」（24頁）としている。そして中央銀行の設立・発展の経緯を見るならば、中央銀行は大きく2つのタイプに分けられるとしている。その1つは、設立当初は今日的な意味における中央銀行ではなく、国家の銀行あるいは政府の銀行として誕生したが、次第に中央銀行へと変貌してきたものであり、もう1つは設立当初から中央銀行としての機能を発揮すべきものとして誕生し

たものである。前者の代表は、17世紀に設立された一般に世界最古の中央銀行とされるスウェーデンのリクス銀行およびイングランド銀行であり、後者には19世紀以降に設立された日本銀行や連邦準備制度が含まれる。このため中央銀行の発展過程における緊張関係には、国家（政府）と中央銀行との関係があり、さらに中央銀行と銀行との関係があるとされ、これが分析視角にける重要な論点であるとされている。

さらに19世紀の「地金論争」、 「通貨論争」および20世紀の「ケインジアン・マネタリスト論争」を紹介することにより、銀行券発行方式、貨幣供給等における対立軸を浮かび上がらせ、政治的には外生的貨幣供給説的論者が常に勝利するが、論点をみるならば内生的貨幣供給説的論者の方が優れているとの分析を行い、そして中央銀行は歴史的に多くの過ちを犯してきたとの総括を行っている。

「第2章 イングランド銀行はいつ中央銀行に変貌したのか」においては、世界に2番目に古いとされるイングランド銀行は、設立当初は「政府の銀行」としての役割を期待された民間の商業銀行であったことを確認した上で、1844年ピール銀行法により強化された銀行券の独占的な発行権限が、民間銀行の預金銀行業務（小切手勘定）の発達を促し、イングランド銀行のシェア縮小へとつながり、その割引率（バンクレート）についても市場金利を支配していたのが市場金利に追随するようになったことを明らかにしている。そしてイングランド銀行のこの市場支配力の低下こそが同行が近代的な中央銀行として発展していく契機となったとの分析を行っている。

しかしながらイングランド銀行が本格的な中央銀行に変貌したのは、1920年から44年まで在

任したノーマン総裁の時代であると本章においては最終的に結論づけている。その理由としても最も大きなものとしては「イングランド銀行が非競争的かつ非利潤最大化的な公共政策を意識的に実行するように」(79頁) になった時期であることを挙げている。

本書の「第Ⅱ部」は「中央銀行の理論的分析」であり、「第3章 「金融」と「中央銀行」の存在意義」においては、貯蓄・投資と経済成長の関係について確認した後に、貨幣形態の進化と中央銀行による発券の独占との関係を考察し、イギリスにおけるイングランド銀行による発券の独占が、預金銀行業務の発展へと結びつき、ペイメント・システムの発展へとつながったとの認識を示している。そして銀行が一部準備制度のもとで資産の満期や流動性のミスマッチを管理できるのは、基本的には預金者と銀行との間に「協調関係」が存在するからであると示している。しかしながら銀行に対する預金者の信頼が動揺する事態が発生するとパニック状態が発生してしまうが、その際の混乱を收拾するために19世紀後半のイギリスにおいて事後的に発動されたのが中央銀行による「最後の貸し手」機能であるとしている。中央銀行は、経済の安定化を図ることを目的とした金融政策を運営しているが、それは銀行業務の一環として果たしている点が重要であることが強調されている。

「第4章 中央銀行の理論的分析」は、セントラル・バンキングの目的が、「金兌換制の維持」から「物価水準の安定的維持」へと変遷していき、1970年代から80年代において「マネタリー・ターゲティング」が一世を風靡したものの、その後貨幣需要関数の安定性への疑念が生じたことから、急速に衰退し、1990年代以降の

「インフレ・ターゲティング」方式への転換が生じたとしている。そしてセントラル・バンキングの理論として①貨幣数量説(キャビー説)、②「真正手形説」批判(ボールド説)、③自由裁量説(セイヤーズ説)を紹介し、結局のところ金融政策の運営を巡るもっとも重要な争点は「ルール方式か、自由裁量方式か」ということに行きつくとしている。そして今日のセントラル・バンカーは、彼らのコミットメントの信頼性を高めるために、金融政策の効果に対する「アカウンタビリティ」と政策決定過程の「透明性」の確保に最大限の努力を測るような傾向を示しているとされる。それは中央銀行の独立性の維持のためにも重要なことだからであろう。

「第Ⅲ部」は「中央銀行の政策的分析」であり、「第5章 中央銀行の目的と金融政策の目標」においては、中央銀行の目的の変遷を確認した後に、金融政策の目標を紹介しているが、そこにおいては「社会指標あるいは経済指標、またはその他の代理変数が、ひとたび社会政策あるいは経済政策を遂行する目的のための目標に設定されたならば、その指標は本来果たすことが期待されていた指標としての役割を果たすべき情報としての内容やその価値を喪失してしまう」(142頁) という「グッドハートの法則」を紹介している。さらに、ケインジアン、マネタリスト、合理的期待形成学派およびニューケインジアン の考え方をコンパクトに説明した後に、テイラールールについても説明し、近年の主流が金利コントロールとなってきた背景を確認している。さらにマネーサプライとインフレーションのとの関係が不安定化したことから採用国が増加した「インフレ・ターゲティング」方式について説明した後に、白川前総裁の

時期において採用された「中長期的な物価安定の目途（ゴール）」の導入（2012年2月）が、「市場とのコミュニケーション（対話）を大きく攪乱した」（160頁）と批判していることが注目される。

「第6章 金融政策の諸手段」では、金融政策の手段の変遷を確認した後に、ゼロ金利政策以降のいわゆる非伝統的金融政策の諸手段についても解説している。そしていわゆる信用緩和政策については、「本来的には、中央銀行の機能を逸脱するものであり、どちらかというも財政政策の領域に足を踏み入れた手段であり、それゆえに中央銀行の独立性を揺るがしかねない危険な政策手段であるとの批判」（183頁）を紹介している。さらに金融政策が資産価格の変動にどの程度関与すべきかとの論点についても触れられている。

また、近年の超緩和的な金融政策のリスクについても、イングランド銀行のデイルの論文（Dale [2012]）を紹介する形で、①金融政策を利用して経済を安定化する限界および、②超金融緩和的な金融政策を継続することの潜在的なコストと副作用について紹介している。②に関連しては将来における「出口政策」がリスクを伴う難しい作業にすることが懸念されること等を強調している。しかしながら先進諸国の中央銀行は、「出口政策」を意識はしつつも（あまり意識をしていないかのような中央銀行も存在するが）、超金融緩和政策を推し進めざるをえないような状況となっているが、これについての批判的なスタンスでの紹介がなされている。

「補論 金融政策とフィナンシャル・コンディショニング・インデックス—マクロ・プルーデンス政策のための量的指標—」は、第6章において若干触れられていた金融政策が資産価格

にどの程度関与すべきかについての提言である。1980年代にカナダ銀行により開発された「貨幣情勢指数（MCI）」は、短期金利と為替レートの加重平均値である。他方、「金融情勢指数（FCI）」は、MCIに株価や不動産価格を追加したものであり、金融システム内の信用サイクルの過度な振幅や金融市場の不安定性を客観的・数量的に反映する複合的な金融情勢指標であるとされる。補論における推定モデルによる推定結果によれば、①金融政策スタンスの参考指標としては金利のみならず資産価格を重視すべきであること、すなわちFCIの優位性が認められること、②資産価格の大幅な変動は实体经济との連動性を高めることから、金融当局は資産価格の動向に注意を払う必要があるといったインプリケーションがえられたとしている。

最後の「結 セントラル・バンキングの将来」においては、今次金融危機後において金融政策のみならずマクロ的な金融システムの安定を維持する責任までも引き受けることとなったイングランド銀行に代表されるようにセントラル・バンキングの役割が拡大してきているとの認識が示されている。一方、日本においては政府の圧力に日本銀行が屈し、その独立性が懸念される状況が発生している。危機後においては政府の規制が支配的となり、中央銀行の独立性は軽視される傾向もみてとれる。しかし「自らのバランスシートを調整して流動性を供給するという中央銀行の本質的な機能の重要性は決して無視されるべきではない」（227頁）と著者は主張する。そして危機後の時代においては「中央銀行の本質的機能とカウンター・シクリカルな、マクロ・プルーデンス政策の新たな手段が模索されることとなる」（227頁）としているの

である。

## II. 本書の貢献と若干の課題

以上が、本書の内容の要約であるが、全体として冒頭の狙い、すなわち「中央銀行の諸機能、言い換えればセントラル・バンキングを種々の側面から包括的に考察する」ことに成功しているかという観点から見ると、それは一定程度達成されていると見てよいであろう。

約30年前の西川著もすぐれた中央銀行論であったが、そこでは「セントラル・バンキングとはアートであり、優れた中央銀行家のみがその神髄を理解しうる」的な匂いもあったようにも思われた。本書は、セントラル・バンカーではない経済学者・金融研究者による「セントラル・バンキングを種々の側面から包括的に検討」した著作である。

しかしながら著者は、「経済学者が、一方で、中央銀行が過去におかした金融政策上の失敗の原因や過去におかした金融政策上の失敗の原因やその失策の引き起こした結末について中央銀行家に丁寧に説明することには非常に長けているが、他方で、どのようにすれば金融危機の再発を防止し、金融システムを改革するべきかの具体策を提案することにはそれほど優位性を持ち合わせてはいない」(44頁)とも書いている。

少し前までの趨勢は、金融政策はアートではなく科学であり、最適な金融政策は裁量ではなくルール化できるものであるとのものであったが、やはりそれも金融危機を防ぐという観点からは無力であった。それは社会主義が空想から科学へと理想的に発展せずに種々の失敗を繰り返してきているのと同様のものである。そう

すると中央銀行というのは社会主義のように消えるか、独立性を失い古い中央銀行のように「政府の銀行」となっていくのであろうか。

ここで注意しなければならないのは、近年において「発券銀行」、「銀行の銀行」と並んで中央銀行の機能として取り上げられる「政府の銀行」とは国庫事務等の国の事務の一部を委託されていることをいうわけであるが、本書が古い中央銀行は「政府の銀行」として設立されたという際には、それは政府への資金供与を目的としたということである。そして現在においてはほとんどの中央銀行は政府への資金供与を禁止されているし、既発の国債を購入する場合においても、それが財政ファイナンスとみなされないように気を使っている。「政府の銀行」への後退とは、古い時代のそれへとなることであり、先進諸国の中央銀行はそのような圧力を受けているようにも思われるのである。

これはおそらくは先進諸国においてはデイスインフレ傾向が定着し、日本の近年の状況や今次金融危機後において問題となるのはデフレであることと関連しているように思われる。この他に財政政策への期待が持てないという状況が金融政策への過度の期待・圧力となっているようにも思われる。それはともかくとして「金融政策は紐であって棒でない」という有名な言葉は、金融引締めと緩和の効果には非対称性があるとことを示したものであるが、中央銀行の独立性論議においてもインフレ期とデフレ期には非対称性があり、デフレ期には政府と中央銀行の協調が重要なものとなるかもしれない。本書の中央銀行の独立性論議に、この点でのより詳細な検討が本書においてなされていたならば、議論がより豊かなものとなっていたように思われる。

本書の貢献の一つは、過去における「地金論争」、「通貨論争」、「ケインジアン・マネタリスト論争」といった金融政策に関する大きな論争を整理し、政治的には外生的貨幣供給説的議論が勝利したものの、その後の事態の発展をみるならば内生的貨幣供給説的論者の方が理論的に優れていたことを明らかにしたことにある。ただし外生説の勝利の理由について必ずしも本書は明らかにしてはいない。評者は、外生説のある意味の分かりやすさが政治家にアピールすることが大きいのではないかと思われるが、そのことは中央銀行の独立性とも関連してくる。現代においては「金融政策は難しく専門的なものであるから、優れたセントラル・バンカーにまかせ、それを理解できるはずもない政治家や一般大衆に説明する必要などない」といった議論は通用しない。中央銀行や金融政策といったものに対するチープトークではない粘り強い説明が必要とされるのであろう。

最後に、本書の全体を見ての感想であるが、中央銀行の「歴史」、「理論」、「政策」を包括的に検討するというのがその課題であるが、「理論」と「政策」が当然のことながらオーバーラップしていて、結果として「理論」の部分が

若干弱くなっている印象がある。これは著者の専門を反映してイギリスの議論が中心となっていることおよび、著者の理論的立場である「銀行主義的ケインズ経済学」からはアメリカにおける主流のニューケインジアン的最適金融政策論への関心が薄いことが影響しているのかもしれない。

中央銀行、セントラル・バンキング、金融政策に関する研究は、まだまだフロンティアの多い分野であろう。金融政策は過去においてインフレーションの制御に失敗したり、資産価格バブルの形成と崩壊を防げなかったりと数多くの失敗も経験している。特に、資産価格を金融政策上どのように位置づけたらよいのかについては明確なコンセンサスはえられていないように思われる。本書の「包括的研究」の一環として提案されている金融情勢指数（FCI：株価や資産価格がそれには含まれている）の具体的な活用方法が期待される所以でもあろうが、その実際の適用方法がどうなるのかであるとか、その採用とグッドハートの法則との関連についてはやはり今後の課題といえるであろう。

（獨協大学経済学部教授・  
当研究所客員研究員）