

氏名	藤 木 裕
学位(専攻分野)	博士(経済学)
学位記番号	論経博第230号
学位授与の日付	平成11年1月25日
学位授与の要件	学位規則第4条第2項該当
学位論文題目	金融市場と中央銀行

(主査)

論文調査委員 教授 橋木俊詔 教授 古川 顕 教授 小佐野 広

## 論 文 内 容 の 要 旨

本書は、中央銀行に関する理論的、実証的、歴史的な分析を課題としている。本書では、国際金融制度の枠組みを映じて中央銀行の役割が大きく変化していることを踏まえて大胆に時代を区分し、国際金本位制の時代、第二次大戦後のブレトン・ウッズ体制の時代、1970年代以後の国際変動相場制の時代別に構成されている。

2章では、第一次大戦前の主に国際金本位制の時代に関して、金融市場の発展と最後の貸し手としての中央銀行制度についての理論モデルを紹介する。次に、理論モデルの予測が、英国、米国の中央銀行の生成に関してどの程度あてはまるかを示す。皮肉にも、それぞれ理論的なバックグラウンドを明示的にもった二つの中央銀行にとって、中央銀行制度の生成以降、その拠って立つ理論が現実妥当性を欠くことが徐々に明らかになっていく。そこで、最後に、実際に英国、米国の中央銀行ができあがった後の政策運営において、実務家のどのような知恵が発揮されたかを紹介する。

3章では、第二次大戦後におけるブレトン・ウッズ体制下の米国の経験を中心に、金融政策理論の発展を紹介し、これが1970年代の合理的期待形成理論の登場以後、どのように変化していったか展望する。すなわち、第二次大戦中の先進国経済における統制経済を経て、ブレトン・ウッズ体制の成立以降、とりわけ1960年代の米国では、財政政策の積極的な活用、金融政策の効果に関する懐疑的な議論が流行する。また、この期間の金融論に関する多くの研究成果は米国の金融政策の実践を通じて現れているものが多いので、3章の前半では、1970年までの米国経済の動向を中心に、金融政策のあり方を議論する。1980年代後半にあらわれた中央銀行制度の経済学において中心的な役割を果たすのは、合理的期待形成の理論を踏まえた動学的不整合性の議論である。そこで、3章の後半では準備として、合理的期待形成の理論、動学的不整合性の議論が金融政策の理論的、実証的研究に与えた影響を紹介する。

4章では、中央銀行の政策目標はどうあるべきか、また、どのような組織を作ることによって、そうした目標は達成できるのか、という点を中心に、1980年代以後の中央銀行制度に関する経済理論の発展を紹介する。すなわち、ロゴフのウエイトに関する保守的中央銀行への委任による中央銀行の運営、ウォルシュによる実現インフレ率に関する中央銀行総裁に対する最適契約モデルの提案、そして、スペンソンによる最適契約モデルを実現するための方法としてのインフレーション・ターゲティング、マネタリー・ターゲティングに関して紹介する。また、4章では、これ以外のニューケインジアン・ローマー・ローマーによる中央銀行制度への提言、および公共選択学派の提言も紹介する。

5章では、各国中央銀行制度の特色を金融政策の独立性を中心として定量化し、これとマクロ経済のパフォーマンスとの関連について国際比較を行った実証研究に関して紹介する。すなわち、変動相場制移行以後、各国におけるインフレ率の乖離が際立ってきた。こうした各国のインフレ率の格差が、インフレをコントロールする力、という意味で中央銀行の独立性によって説明できるのではないかとこの視点から、中央銀行に関する法律に基づいて中央銀行の独立性を指数化し、国際比較を行う試みがみられるようになった。そこで、5章では、まず中央銀行独立性指数の代表的な文献を紹介し、その相違点に関して議論した後、中央銀行独立性指数を用いた経済分析のうち、特に中央銀行独立性指数とインフレ率、経済成長率の関

係に関して、新しい経済成長理論の研究成果を踏まえた先行研究の紹介と新たな実証結果の報告を行う。

6章では、変動相場制移行後の政策運営に当たって、中央銀行が実際に何を指針とした政策運営を行ったのか、また、そうした政策の指針はどのような理由で選択されたのかを明らかにする。特に、4章で説明した経済理論との関係を明らかにするために、マネタリー・ターゲティング、インフレーション・ターゲティングについて詳しく紹介する。とりわけ、マネタリー・ターゲティングの米国における採用とその廃棄の決定は、経済理論からみても十分納得の行くものであることを示す。

7章では、6章の議論を踏まえて、金融政策の運営に当たって重要な実証的側面のいくつかについてやや詳しく紹介する。すなわち、6章の分析により、インフレーション・ターゲティング、マネタリー・ターゲティングの両方の金融政策のスタイルにおいて、マネーサプライの実体経済との安定性に関する情報がきわめて重要な役割を果たすことが示された。こうしたマネーサプライと実体経済との関係を分析する際に用いられる経済理論は貨幣数量説であり、統計手法は通貨需要関数を推計することである。そこで、7章では、まず、経済変数の間の因果関係を考えることの意味について貨幣数量説を中心に議論した後、通貨需要関数の背景となる理論、実証研究の結果について検討する。次に、インフレーション・ターゲティングが採用されている諸国では、物価インデックス国債が導入されていることが多いことに注目し、7章の後半では、物価インデックス国債を事前的実質金利を導くために利用することの可能性に関して簡単に紹介する。さらに、物価インデックス国債が存在しない下で期待インフレ率を経済のサプライサイドの情報を利用して計測する試みを紹介する。

## 論文審査の結果の要旨

本論文は中央銀行に関する問題を理論的、実証的、歴史的に分析している。そして戦前から現在まで、マクロ経済の運営と制度（例えば国際金本位制やIMF体制、さらには変動相場制、等）の変化に応じて中央銀行の行動がどのように変化し、かつその行動原理をどのように理解すればよいかを示したものである。以下の点にこの論文の価値があると判断される。

第1に、著者自身は理論と実証に特色を持つ人であるが、歴史にも深く入って中央銀行の成立からその変遷を細かく検証している点に価値がある。歴史を知ることによって現代を考察するという手法を用いており、新しい視点である。ただし、歴史の解釈においても、金融史の専門家にありがちな経済理論や計量分析の無視といったことはなく、常に理論・実証・歴史の3者を総合的に活用している点に新鮮さがある。

第2に、戦後の経済理論（特に金融論とマクロ経済学）の発展を適確に取り入れて、それらが中央銀行の政策運営に際してどのような役割を果たしてきたかを積極的に考慮している点がある。例えば、合理的期待形成論、動学的不整合性論、インフレーション・ターゲティング、etc. といった新しい考え方が、金融政策の策定上どのような好影響と悪影響をもたらしたかを議論している点に価値がある。さらに、それをふまえて望ましい金融政策のあり方を、彼の独自の判断に基づいて主張している点が、政策論としての本研究の価値を高めている。

第3に、中央銀行の独立性を世界各国について検証し、かつその独立性がその国の経済パフォーマンスに与えた効果を広範囲にわたってサーベイし、かつ日本銀行についても綿密な分析を試みている点に価値がある。著者の日銀マンとしての知識が生かされているし、日銀当局のみならず日本経済に関心を持つ人にとっても貴重な研究成果になっている。計量分析の手法にも質の高さがある。

以上をまとめれば、理論・実証・歴史の3つの視点から中央銀行の行動を分析した研究として高く評価できるものである。ただし、2～3の問題も残されている。第1に、分析の対象がアングロ・アメリカン諸国中心で、中央銀行として特別な位置を占めているドイツとの比較が不十分である。著者が教育を受けたシカゴ学派の考え方が、ブンデンスバンクの金融政策とどのような位置づけになるのか、興味も残されているのである。第2に、中央銀行の政策評価に際して、金融の側だけでなく実物経済との関係についても考慮が必要であった。さらに加えれば、財政政策との関係についても言及がほしかったといえる。

以上の弱点はあるとはいえ、本研究は中央銀行の役割と効果を経済学的に分析したのものとして評価は高く、本論文を（経済学）の学位論文として価値あるものと認める。なお、平成10年10月12日、論文内容とそれに関連した試問を行った結果、合格と認めた。