

(要約)

中央銀行はいかに金融政策を形成するのか：比較資本主義の視点から

松山千隼

第1章 序論

金融政策 (monetary policy) とは、通貨・金融の調整によって経済や物価の安定を図る政策であり、政府が所管する財政政策と並ぶマクロ経済政策の主要な領域である。金融政策は、経済全体に影響を与える政策を、民主的に選ばれたわけではない機関が管轄するという点で、政治の面から見ても特徴的な政策領域である。本論文は全体として、「法的に独立した中央銀行は、異なる社会経済的な制度・構造環境がもたらす制約やアクター構成の下で、いかにして政策を形成するのか」という問いを扱う。なお、社会経済制度・構造環境のうち、ミクロ制度の配置に関わる場合は「制度 (配置)」、マクロ構造に関わる場合は「構造 (マクロ構造)」と表記し、両者を同時に指す場合に限って「制度・構造環境」と総称している。

政治学においては、金融政策が分配的な性格を持ち、それゆえ政治的・イデオロギー的対立の産物であることが明らかにされてきた。他方で、中央銀行が独立性を享受し、重要な政策決定者として台頭した背景には、各国の社会経済的な制度・構造環境の変化に加えて、中央銀行自身の行動があることも指摘されている。さらに近年は金融政策の「政治化 (politicization)」が強まっているとされ、中央銀行の独立性は、制度として与えられるだけでなく運用段階で争点化しうる。こうした状況の下で中央銀行を理解するためには、政府・議会との関係だけでなく、中央銀行の評判や政策の実効性に影響を与えうる「オーディエンス」を含むアクター構成を捉える必要がある。また、中央銀行が直面するマクロ経済上のリスクや、政策の有効性・コストもまた、社会経済制度・構造に左右される。なお、本論文が想定するオーディエンスには、金融市場参加者、賃金交渉当事者、メディア、ビジネスセクター、とりわけ金融機関などが含まれる。

本論文は加えて、金融政策の「新しい政策手段」に注目する。従来、金融政策は短期金利の操作によって把握されることが多かった。しかし、金融化によって金融市場が政策形成と波及の中心的な位置を占め、またゼロ金利制約の下で短期金利の効力が低下するなか、透明性やコミュニケーション、資産買入れ等の非伝統的金融政策が金融政策運営の中核を占める場合さえ生じている。政策手段の性質 (可視性やコスト、分配的帰結、準財政的性格など) が異なれば、政治過程 (争点化や統制のあり方) も変化しうる。本論文は、中央銀行を社会経済的な制度・構造環境に埋め込まれた政治アクターとして捉え、評判 (reputation) を維持・管理しつつ、政策の実効性を確保しようとする行動として金融政策形成を理解する枠組みを提示する。

本論文が扱うパズルは三つである。第一に、金融政策形成過程の情報公開の程度、すなわち金融政策の透明性には先進諸国の間でも持続的な差があるのはなぜか。第二に、社会経済制度・構造 (賃金交渉制度や信用レジーム) の違いが、中央銀行の政策運営上の重点 (何を優先して警戒・強調するのか) にどのように反映されるのか。ここでは中央銀行スピーチにおける「物価安定」への言及比率 (トピック配分) を取り上げる。第三に、世界金融危機時に主要中銀が資産買入れ等の非伝統的金融政策を拡大するなかで、日銀がその拡張を相対的に抑制したのはなぜかである。これら三つのパズルは、中央銀行が危機の深刻度に応じて、評判管理のための手段を選択するという観点から整理される。透明性やスピーチは比較的低コストで運用できる一方で、資産買入れ等の非伝統的金融政策は副作用

や政治的コストを伴うため、拡大が政治的に要請されても、政策の有効性を確保する観点から抑制が選択されうる。

分析は、2001年以降のOECD諸国を対象としたパネルデータ分析（第3章）、OECD諸国の中央銀行幹部スピーチを用いた量的テキスト分析（第4章）、世界金融危機期の日本銀行を対象とした事例研究（第5章）で構成される。複数の方法を用いるのは、独立性や政策金利といった単一の指標では捉えにくい中央銀行の行動を、透明性、コミュニケーション、非伝統的金融政策といった運用上の行動に分解し、制度・構造環境と結びつく因果メカニズムを検討するためである。

第2章 先行研究の検討と課題

本章では、比較資本主義研究と、マクロ経済政策、とりわけ金融政策の形成を扱った政治学・行政学文献を整理・検討する。経済学の研究では、金融政策ルールや政策効果の分析に加え、中央銀行の独立性や制度設計を指標化し、インフレや成長などの経済パフォーマンスとの関係が分析されてきた。政治学・行政学では、独立性を所与の制度として、その下で展開される政治家と中央銀行の相互作用、非多数主義機関としてのガバナンス、独立機関の説明責任や正統性が論じられてきた。本論文は、とりわけ後者の研究潮流を手がかりに、独立性が広く普及した状況を「ポスト独立性期」と捉え、そのもとで中央銀行がどのような行動をとりうるのかを理論的に位置づける。

政治学の研究は、金融政策が「根本的に政治的」とであるという認識の下で、政治家の選好やインセンティブ、中央銀行制度の政治的規定要因を明らかにしてきた。独立性の導入や強化は、単に経済学的に望ましい制度として採用されるだけでなく、政党間競争、制度的制約、国際環境などの条件の下での政治的意思決定の帰結である。また独立性の下でも政治は消えるのではなく、公開批判や議会を通じた統制、任命・人事や制度改正の示唆などを通じて中央銀行に影響しうる。したがって、政治家に注目するだけでは、政策形成過程における政治の作用や、その作用に対する中央銀行の応答を十分に把握できない。

中央銀行研究では、評判（reputation）や信頼性（credibility）の概念を用いて、中央銀行が実際の独立性や権限を確保しようとする行動が論じられてきた。評判は政府・議会だけでなく、市場参加者、労使、メディアなど複数のオーディエンスに対して形成され、透明性やコミュニケーションは、その評判維持・管理に関わる重要な手段と位置づけられる。近年の政治学研究では、中央銀行の「統治可能性（governability）」にも注目が集まっている。統治可能性は、所与の制度・政治的条件の下で政策を実施し、政策効果を生み出す能力に関わる概念であり、金融政策の波及経路、金融市場のインフラストラクチャー、金融機関との関係が重要な要素となる。世界金融危機以降は、中央銀行と民間セクター、とりわけ金融セクターとの相互依存関係や、「権力と私的利益の境界が曖昧なまま、市場構造を共同生産する関係」に焦点を当てる研究も増えている。

比較資本主義研究は、賃金交渉制度、金融仲介構造、企業統治などの制度配置がマクロ帰結に与える影響を示してきた。2000年代以降は、「資本主義の多様性（VoC）」論が主流となり、総供給側に焦点が当てられるようになった一方、「補完性」の観点からマクロ経済政策を扱った研究もある。近年は金融化研究や成長モデル論が、輸出主導・消費主導といった成長モデル、家計債務や住宅市場などを通じて、総需要と分配の側面から制度・構造環境を捉え直している。もっとも、比較資本主義研究では、制度・構造環境が帰結に与える影響が示されても、中央銀行がその文脈の中で何を考慮し、具体的な行動をどのように選択するかは十分に扱われてこなかった。さらに、金融化の影響を先進国共通の傾向として捉えるだけでは、金融化の多様性、ビジネスセクターの重要性、セクター利益の違

いが政策形成に与える含意を捉えにくい。本論文は、両文献を架橋することにより、社会経済的な制度・構造環境の特徴が、中央銀行が想定する主要なオーディエンスの構成を規定し、そのことを通じて中央銀行の行動が規定・制約されるという観点を前面に出す。

第3章 「金融政策の透明性」の政治的決定要因

本章は、金融市場が台頭する「金融化」の帰結として、金融政策形成過程の情報公開の程度、すなわち金融政策の透明性が重要な争点・手段になったことを踏まえ、透明性の国際差を政治的要因から説明する。透明性は政策の予見可能性を高め、金融市場の期待(expectation)を形成・誘導する上で重要である。中央銀行は金融市場から金融政策に対する信頼性を獲得する必要がある、信頼性が積み重なることで組織としての評判が蓄積される。透明性の向上は、この信頼性の確保を通じて評判を高めるプロセスに貢献する。

本章は、先行研究が透明性の政治的決定要因を十分に説明してこなかったという問題意識の下で、政権与党への政治的制約に注目する。金融化以前とは異なり、金融市場が金融政策の形成・波及において重要な位置を占める状況では、政治家による介入可能性が高いと市場が認識すれば、中央銀行の信頼性は損なわれ、政策効果も低下しうる。政権与党への政治的制約が弱いほど、政治家が中央銀行に影響を与える余地が大きいとみなされ、信頼性の低下が生じやすい。中央銀行はこの状況に適応し、透明性を高めることで金融市場からの信頼を確保しようとする。ここで透明性は、単なる説明責任の履行ではなく、政治に対する対抗手段としての側面を有している。透明性は受動的な義務ではなく、政治的生存のための能動的な統治技術として位置づけられる。

実証分析では、Dincer, Eichengreen and Geraats (2022) が開発した、「金融政策の透明性」を測定する国際比較データを用い、複数項目から潜在的な透明性を推定するためにベイジアン因子分析を適用する。政治的要因として Henisz の政治的制約指標

(POLCON) を主要説明変数とし、2001 年以降の OECD 諸国を対象にパネルデータ分析を行う。国・年固定効果を統制した OLS を用いて国固有の要因と時間の異質性を統制し、内生性・同時決定性の問題に対処するため独立変数は一期前のラグを取る。主要独立変数のみのモデル、経済的変数・政治的変数・制度的変数を加えたモデル、時間トレンドの代替仕様などを比較し、いずれも政治的制約が弱いほど透明性が高いという負の効果が示される。フルモデルでは、政治的制約が標準偏差 1 個分 (0.11) 動いた時の透明性への効果が -0.06 であり、透明性の標準偏差 (0.83) の約 7% に相当する。以上から、政治制度も中央銀行が直面する制度的環境の一部であり、金融化を背景に、透明性が市場から信頼を確保するための手段として運用されることが示される。

第4章 中央銀行のスピーチと社会経済制度

本章は、社会経済制度・構造（賃金交渉制度や信用レジーム）の違いが、中央銀行の政策運営上の重点（何を優先して警戒・強調するのか）にどう反映されるかを検討する。対象とするのは中央銀行幹部のスピーチであり、関心は「物価安定」トピックへの言及比率（トピック配分）である。スピーチは、中央銀行が判断や見通しを示すことで理解を形成し、評判や信頼性を維持・管理するためのコミュニケーション手段である一方、どの論点を強調するかは国や時期によって異なる。

理論では、賃金交渉制度と信用レジームに焦点が置かれる。賃金交渉制度の調整度が高いほど、賃金と物価の関係をめぐる調整が働きやすく、中央銀行の物価安定に関するコミ

ットメントが重要となりうる。ただし、その効果は中央銀行の法的独立性と結びつき、独立性が高い状況ほど賃金交渉制度の差がスピーチ内容に反映されるという仮説が導かれる。信用レジームについては、その寛大性が債務水準を押し上げるだけでなく、金利変化が家計部門に波及する経路と強度（政策金利の実体的コスト）を変える点が重視される。信用レジームが発達した経済ほど金融引締めの実体的コストが大きくなり、中央銀行の行動余地は相対的に狭まる。その結果、実体的な利上げを行えない状況下でも、「中央銀行はインフレに対して警戒を怠っていない」という姿勢を示す必要が増し、物価安定トピックの強調は期待管理に加えて将来の非難を回避するための保険としての性格も帯びうる。

実証では、OECD 加盟 27 カ国の中央銀行幹部スピーチを分析対象とし、トピックモデル、とりわけ Keyword Assisted Topic Models を用いた分析を行う。仮説検証では、データが安定して取得できる 2001～2019 年の OECD 加盟 22 カ国を対象とし（トピック推定自体は 27 カ国で実施）、従属変数として各国・年における「物価安定」トピック比率（0～1）を用いる。賃金交渉制度は OECD/AIAS データベースの Coord 変数、信用レジームは Wiedemann（2023）の信用許容度スコア、法的独立性は Romelli（2024）から取得し、同時決定性や内生性の懸念を軽減するため主要な独立変数は一期のラグを取って水準として投入する。推定は比率データに適したフラクショナル回帰で行い、国・年固定効果、被説明変数ラグ、スピーチ数の統制等を含める。結果は、賃金交渉制度の効果が独立性との交互作用として現れ、独立性が概ね 0.65 以上の範囲では調整度が高いほど物価安定言及が増えること、信用レジームが高いほど物価安定言及が増えること（2 標準偏差高い場合の効果は、物価安定への言及割合の標準偏差のおよそ 0.86 倍に相当）が示される。以上から、トピック配分は短期的な経済状況だけでなく、制度配置の下での政策手段の有効性・コストや評判維持の必要性と関連しうることが示唆される。

第 5 章 非伝統的金融政策形成と銀行の経営モデルー日本銀行を事例としてー

本章は、世界金融危機以降における白川方明総裁体制の日本銀行（日銀）を事例として、非伝統的金融政策形成のメカニズムを検討する。中央銀行は伝統的には短期市場金利の操作によって金融政策を行い、間接的に他の資産価格やより長期の金利に影響を与えてきた。しかし世界金融危機以降、資産買入れ等によって長期金利の低下を直接ターゲットとする政策が拡大し、これらは「非伝統的金融政策」と総称される。本章の問いは、「なぜ日銀は政治家や産業界から批判されていたにもかかわらず、消極的な金融緩和を継続したのか」である。主要中銀が非伝統的金融政策を拡大するなかで日銀が拡張を相対的に抑制したことは、既存理論で十分に説明できないという意味で「逸脱事例」として位置づけられる。

本章が 2008 年から 2012 年までを対象とするのは、①金融政策の「政治化」が最も激しかったこと、②日銀が長期国債の量や残存期間を大きく拡大しなかった一方で、他の政策手段を用いて対応したことなど、非伝統的金融政策の運用上の選択が観察しやすいことによる。先行研究では、政治家の圧力、中央銀行の理念、財政ファイナンスやバブル誘発への懸念などが論じられてきた。これらの説明を踏まえつつ、本章は、社会経済的な制度・構造環境がもたらす制約、特に銀行の経営モデルが日銀の行動を規定・制約したという点を中心に理論化する。

本章ではまず、中央銀行が多様なオーディエンスと接触していることを踏まえ、ビジネスセクター、とりわけ金融機関の権力に注目する。先行研究は、金融機関が中央銀行に対して情報・専門性・市場インフラ等を通じて影響力を持ちうることを示してきた。近年は、金融機関が中央銀行に対して有するインフラストラクチャー的権力の重要性が強調さ

れ、危機対応に必要な基盤が利用できなくなる可能性も指摘されている。日銀が評判を高める上で銀行は重要な役割を果たし、銀行は金融政策が実体経済に波及する上で重要な経路を担っていると日銀は認識している。したがって、銀行の収益・健全性が損なわれれば金融政策の有効性が低下し、経済パフォーマンスによって支えられている評判が毀損されうる。こうした脅威の非対称性ゆえに、日銀は政治的批判を甘受してでも銀行セクターの保護（＝非伝統的金融政策の抑制）を選択すると予想される。日銀は「コストとベネフィットを天秤にかけて政策を決定している」とされ、銀行の経営モデルを考慮して、非伝統的金融政策によってどこまで金利を下げるかを決定すると考えられる。

事例分析では、リーマンショック後からアベノミクス前までの日銀の金融政策を追跡し、一次資料、回顧録、新聞記事、先行研究等を用いて検討する。危機局面では短期金利の引下げや資金供給策が実施される一方で、長期国債の量や残存期間の大幅な拡大には慎重であったことが示される。2009年春頃から景気や金融市場が落ち着くと、社債・CPの買切りや特別オペ等の緊急措置を打ち切り、政策の巻き返しを試みたが、円高の進行や景気悪化の局面では再び金融緩和に追い込まれた。その際も利下げや量的緩和は副作用を懸念して慎重に扱われたとされる。2010年10月5日にはゼロ金利政策への復帰、時間軸政策、「資産買入等の基金」を通じた資産購入などからなる包括緩和が導入され、基金はその後にも拡大された。基金では残存期間が1～2年の長期国債の買入れに加え、短期証券、CP、社債、ETF、J-REIT等が組み込まれ、円高や景気悪化に対処する政策が形成された。こうした対応は、政治家・産業界の要求に一定程度応答しつつ、銀行収益や金融仲介機能への影響を考慮して政策を選択していたことを示し、本章の仮説（波及経路の中核を担う金融機関の経営モデルが脆弱な場合、中央銀行は非伝統的金融政策の拡大を抑制する傾向にある）を支持するものとして整理される。日銀は、円高やデフレの深刻化といった政策課題への対応を迫られながらも、利鞘縮小による銀行収益の悪化や金融仲介機能への影響を強く意識し、長期国債の量や残存期間の拡大を限定しつつ、短期証券、CP、社債、ETF、J-REIT等の買入れ、ならびに新型オペや特別オペなど多様な手段を組み合わせで対処した。また、銀行の資本増強を支援する政策や銀行保有株式買取りなどを通じて、金融仲介機能の回復・維持を図った。これらの行動は、政治家・産業界からの批判や要望に直面する状況でも、金融政策の統治可能性を維持し、業績的評判の毀損を回避するために、銀行セクターを政策運営の基盤として優先したというメカニズムと整合的である。

第6章 結論

本章は、社会経済的な制度・構造環境に埋め込まれた評判管理という観点から全体を総括する。本論文は、「中央銀行は金融政策を形成する際、いかなる制度的・政治的要因を考慮するのか」という問いに対し、中央銀行を単なる「独立したテクノクラート」としてではなく、制度・構造環境の中で評判を維持・管理し、政策の実効性を確保しようとする主体として捉え直した。その上で、透明性の国際差、スピーチのトピック配分の国際差、非伝統的金融政策の拡張（および抑制）という三つのパズルを検討した。

第一に、金融化というトレンドを背景条件として、中央銀行は「透明性」を単なる説明責任の履行としてではなく、政治に対する対抗資源として用い、市場の信頼を確保しようとする。透明性は受動的な義務ではなく、政治的生存のための能動的な統治技術として位置づけられる。第二に、中央銀行のスピーチは「何をどの程度強調するか」という意味で制度・構造環境に応じて配分され、貸金交渉制度や信用レジームの差が物価安定トピック比率に反映されうる。第三に、言葉による調整だけでは解決できない深刻な局面では、非伝統的金融政策が選択されるだけでなく、あえて抑制されることもありうる。日銀が政治

的批判を甘受してでも銀行セクター保護（緩和の抑制）を選択したことは、政策効果を生み出すインフラを守り抜く組織防衛行動として理解できる。

以上を踏まえると、「ポスト独立性期」における中央銀行の自律性はパラドキシカルである。法的独立性は政治からの完全な隔離を意味しない一方で、透明性の向上、スピーチの重点配分、非伝統的金融政策の拡張や抑制といった運用上の行動を通じて、中央銀行は評判維持と政策効果の確保を図る。これらは中立的テクノクラートの最適化ではなく、制度・構造環境に埋め込まれた政治アクターによる、組織的評判維持のための適応である。

さらに、本論文の学術的知見として、金融政策の政治経済学が伝統的に前提としてきた「短期金利による政策スタンス」中心の枠組みを更新し、透明性・スピーチ・非伝統的金融政策といった「新しい政策手段」をめぐる政治過程を理論化し実証的に検討した点が整理される。コミュニケーション政策や非伝統的金融政策は、政策の可視性やコスト、分配的帰結、準財政的性格などを通じて、中央銀行の評判や独立性の実効性に影響しうる。本論文は運用段階に着目し、政策手段の性質と制度的条件を結びつけてメカニズムを示し、透明性・スピーチ・非伝統的金融政策の各領域で、社会経済的な制度・構造環境の違いが中央銀行行動に含意を持つことを明らかにした。

さらに、比較政治経済学（CPE）への貢献として、アクターの「能動性」の復権が挙げられる。中央銀行は社会経済的な制度配置や経済構造を単なる制約条件として受け入れるだけではなく、制度的環境を行動の基盤として能動的に利用しうる。第4章で示されたように制度配置はスピーチというコミュニケーション行動に反映され、第5章で示されたように金融仲介構造は非伝統的金融政策の拡張を条件づけるが、中央銀行はその制約の下で評判と統治可能性を維持するための戦略を選択している。こうした制度的制約とアクターの自律性が両立するモデルは、CPEにおける国家論の再構築に寄与する。

また成長モデル研究との関係では、輸出セクター（製造業）の要請と、それを支える金融仲介構造（銀行セクター）の利益構造が対立する場合、中央銀行は後者を優先しうるというメカニズムが示される。日本のような間接金融中心の仲介構造では、銀行の利鞘縮小は金融政策の波及経路そのものの毀損を意味しうるため、たとえ輸出主導成長と円高是正の要請が強くても、銀行の経営モデルが脆弱であれば長期金利の強い引下げを伴う緩和拡張は抑制されうる。この点で本論文は、「実体経済セクター」と「金融セクター」の間の利害対立がマクロ経済政策の帰結を左右するという視座を提示する。

行政学への貢献としては、文脈依存的な評判管理論が整理される。評判アプローチはアクターが自律性を守るために評判を管理すると説くが、評判の中身や誰からの評判を重視するかは文脈依存であり、社会経済的な制度・構造環境が主要なオーディエンスの構成を規定する。本論文の枠組みは、独立機関が中立的な真空地帯にあるのではなく、制度的特徴や分配的対立を反映した意思決定を行うこと、そして自らの生存に必要なリソースを持つセクターとの関係性の中で政治的選択を行うことを示唆している。

政策的含意としては、中央銀行ガバナンスを制度改革の面のみに還元する議論に再考を迫る点が述べられる。法的独立性の変更やマンドートの書き換えは重要であるが、中央銀行の日常的な行動は、金融構造・産業構造・労使関係といった制度・構造環境によって動機づけられ、制約されている。したがって、透明性、説明責任、雇用への配慮、金融安定への関与といった要求を議論する際には、同時にその国の統治インフラや波及経路の基盤を明示し、その上で独立性の実効性と政策手段のコストを評価する必要がある。

最後に、今後の課題を挙げる。第一に、分析対象が主としてOECD諸国であるため、国際通貨体系における地位、資本移動規制、金融市場の深度、民主主義の質や非公式介入の様式が異なる非OECD諸国（新興国・途上国・権威主義体制等）で、同じメカニズムがどの条件で成立し、どこで変質するのかを比較検証する必要がある。

第二に、中央銀行の関与領域は気候・環境、デジタル通貨（CBDC）・決済インフラ、サイバーリスク等へ拡張している。これらは分配効果や準財政性、専門性への信認、利害対立の構造が従来と異なるため、本論文の枠組みを複数マンドート下の優先順位付けと正統性調達の問題へ拡張し、透明性・コミュニケーション・非伝統的政策のポートフォリオがどう再編されるかを明らかにすることが求められる。