令和 2 年 11 月 17 日

学位請求論文（課程博士）審査報告

学位請求論文：　主要国 4 中央銀行 金融政策の比較分析－歴史・制度・将来展望－
学位請求者　：　経済学研究科博士後期課程　　朝倉　健男

審査委員
主査　　経済学部教授　　田中　隆之
副査　　経済学部教授　　山田　節夫
副査　　経済学部准教授　大倉　正典

１．主題

本研究は、アメリカ、イギリス、ユーロ圏、日本における中央銀行（以下、中銀）、すなわち米連邦準備制度（FRB）、イングランド銀行（ECB）、欧州中央銀行（ECB）、日本銀行（BOE）の政策を比較検討し、それらの相違点を整理したうえで、その相違点がどのような歴史的､制度的背景からもたらされたものかを明らかにするものである｡そのうえで、コロナ危機への４中銀の政策をも踏まえて、今後の若干の展望を行っている。

世界金融危機を経て､主要国の中央銀行は政策金利のゼロ下限制約（zero lower bound）に直面し､「非伝統的金融政策」に突入した。それまで、4 中銀の金融政策（マネタリー政策）の手法は短期金利誘導型に収斂しつつあったが、これを離れることを余儀なくされ、多様な金融緩和手段が生み出されながら、今日に至っている。一方、危機直後に発動された金融システム安定化のための政策（プルーデンス政策）もまた、大きくその姿を変えている。4 中銀によって行われたこれら２つの金融政策は、共通点も多いが、それぞれに異なる部分も多い。

本研究は、これらの相違点を説明する背景や要因を、①各中銀設立の目的とその後の展開の歴史、②現在における金融政策決定過程や決済システムなど制度的枠組み、③中銀を取り巻くより広い意味での金融環境､経済環境などに求め､これらを考察､整理している。そのうえで、2020 年以降世界経済を襲ったコロナ危機への４中銀の対応の相違点も明らかにしつつ、今後の政策を展望している。

以上を行うため本研究では、過去の政策過程や制度における個別の事実を比較しながら考察､検討していくという実証的なアプローチが採られており､多くの先行研究を吟味し、また一次資料に当たって整理を積み重ねる地道な作業が行われている。

その結果、本研究は、中銀の政策を総合的、俯瞰的に比較することに成功しており、今後の中央銀行の金融政策の展開を予測し、あるいはその是非を議論するための貴重な材料を提供するものともなっている。

２．構成

4 中銀が行ってきた政策の相違点を明らかにする第１章、第２章、その相違点を説明する要因としての各中銀成立の歴史、制度、置かれた金融・経済環境を整理した第３章、第４章、第５章、そしてこれらの要因を以って、個々の政策の相違点を説明する第６章、さらに新型コロナ対策を巡る 4 大中銀の政策を踏まえたうえで、今後の金融政策の展望を行った第 7 章から成っている。以下、目次を示したのちに、各章の内容を簡潔に紹介して行く。

第１章　非伝統的金融政策の分類と 4 大中央銀行におけるその導入
1.1　伝統的金融政策と非伝統的金融政策

1.2　既存の非伝統的金融政策の分類の整理
1.3　筆者による非伝統的金融政策の新分類
1.4　筆者の分類からみる非伝統的金融政策の実際
1.5　４大中央銀行による非伝統的金融政策の相違点
第２章　中央銀行によるプルーデンス政策
2.1　プルーデンス政策の一翼担う中央銀行による金融システムの安定化策
2.2　「最後の貸し手」機能の歴史と世界金融危機における発動
2.3　「最後のマーケット・メイカー」機能の発動
第３章　中央銀行の歴史と発展
3.1　４大中央銀行の設立
3.2　マネタリー政策の登場と短期金利誘導型金融政策への収斂過程
3.3　４大中央銀行のマネタリー政策の変遷
第４章　４大中央銀行の現在における制度的側面
4.1　金融政策の決定方法
4.2　４大中央銀行における短期金利誘導型金融政策のしくみ
4.3　４大中央銀行が提供する決済システム
第５章　４大中央銀行が置かれた各国、各地域固有の金融・経済環境、及びそれとの関わり方
5.1　分権主義と「二元主義」のなかに置かれた FRB
5.2　19 の政府の中央銀行としての ECB
5.3　大きく変遷する金融環境下の BOE
5.4　政府と近い関係にある日銀
第６章　４大中央銀行の金融政策の相違点と、歴史、制度、金融・経済環境との関係
6.1　非伝統的金融政策を巡る 4 大中央銀行間の相違点とその要因
6.2　「最後の貸し手」機能を巡る 4 大中央銀行間の相違点とその要因
6.3　「最後のマーケット・メイカー」を巡る 4 大中央銀行間の相違点とその要因
第７章　金融政策の将来展望－新型コロナ危機への政策対応を踏まえて
7.1　新型コロナ危機に対応する中央銀行の政策
7.2　４大中央銀行の今後の政策展望 マネタリー政策とプルーデンス政策の両面から

第１章　非伝統的金融政策の分類と 4 大中央銀行におけるその導入

総需要調整策としての非伝統的金融政策が、4 中銀において実際にどのような手段によって行われたのかを検討してしている。その準備作業として、まず多様な非伝統的政策手段を４つの先行研究を参考に自分なりに分類し直している。分類法の一つの基準は BIS（2016）だが、特に日銀が行った政策を念頭に、これに中曽（2017）のインフレ期待引き上げを直接狙った政策や、田中（2018）の相対型貸出資金供給を加えたのが特徴である。

4 中銀で共通に採用されたのは、大規模資産購入と政策金利のフォワードガイダンスで

あるが、相違点を５点指摘している。①大量資産購入における対象資産が中銀間でかなり異なること、②マイナス金利政策が ECB と日銀においてのみ採用されたこと、③相対型貸出資金供給を FRB のみが採用しなかったこと、④独立的インフレ期待の形成とマネー指標残高目標政策を日銀のみが導入したこと、⑤イールドカーブコントロール政策を日銀のみが導入したこと、などだ。これらの相違をもたらした要因の一部が、後に第６章で明らかにされる。

第２章　中央銀行によるプルーデンス政策

金融システム安定化策（プルーデンス政策）における、４中銀の相違点を明らかにしようと試みている。

まず、中銀の最後の貸し手機能に関し、4 つの観点から比較が行われる。①バジョット・ルールにおける「債務超過先への貸出禁止」の原則は、各中銀とも厳格には守ってこなかったが、1990 年代になって FRB に、また 1998 年設立の ECB にこれを禁じる動きが出てきたのに対し、BOE では一貫して順守されておらず、日銀では日銀特融が、銀行の破綻処理のスキームに組み込まれ、債務超過先への貸出がむしろ積極的に行われた。②対象先のノンバンクへの拡張が、FRB では 1991 年においてみられ、2008 年の世界金融危機時には投資銀行や生命保険会社に対して資金供給を行うファシリティが設定された。③最後の貸し手機能に対する政府による債務保証が、ECB と BOE では行われている。④スティグマ問題の存在とそれへの対応が、FRB と BOE でみられた。

次に、世界金融危機以降に現れた新たな措置である「最後のマーケットメーカー」機能が、４中銀間で比較される。その１つである「信用市場における借り手と貸し手への資金供給」は FRB のみが行い、２つめの「期間の長い債券の購入」を通じた市場全体に対する流動性供給は、FRB に加え、欧州債務危機時に重債務国の債権市場向けに ECB でも活用された。後者は、BOE に関してはみられず、日銀での発動はごく限られた範囲にとどまった。

これらの相違をもたらした要因の一部も、第６章で明らかにされる。

第３章　中央銀行の歴史と発展

続く３つの章では、以上で明確になった政策の相違につき、これらをもたらした要因や背景を探るべく、４中銀設立の経緯とその後の歴史、現在の制度、置かれた金融・経済環境が順次整理される。

第３章では、まず４中銀設立の直接の目的が探られる。FRB では金融恐慌への対応としての金融システムの安定（最後の貸手）、ECB では欧州通貨統合に伴う単一通貨の安定的な運営（物価の安定）、BOE では政府への貸出を目的とした商業銀行業務（政府の銀行）、そして日銀では不換紙幣の整理のための独占的通貨発行機関の創設（独占的な通貨発行）、がそれぞれ設立の目的であり、各行とも次第に中央銀行の要件を備え「中央銀行化」して

いった。その考察の過程では、キャピー、グッドハートらによって伝統的に示されてきた中銀の機能を、現代的に捉え直す作業が行われている。

次に、総需要調整策としてのマネタリー政策が、ECB 以外の中央銀行が設立された後に発見されたこと、そして金本位制から戦後のブレトンウッズ体制（固定相場制）へ、そして変動相場制へと移行するなかで、これが総需要調整策の手段として機能するようになったことが示される。

そして、この間、4 中銀ごとに、マネタリー政策の手段や運営目標などの改革が進み、ほぼ共通の短期金利誘導型に収斂してゆく過程が、非伝統的金融政策直前まで整理されている。

第４章　４大中央銀行の現在における制度的側面

4 大中央銀行の現在の姿が、３点において比較されている。

第１は、金融政策決定の仕組みであり、委員会制度を採用しているなど基本的な点で共通だが、FRB と ECB が政府からの完全な独立を獲得しているのに対し、BOE は伝統的に政府との関係が近く、日銀は、金融政策決定会合で政府代表委員に議案提出権、議決延期請求権が与えられている点で、政府との関係はさらに親密であると整理している。

第２に、短期金利誘導型政策のスキームであり、設立時に既にコリドーを設けていた ECB が最も先進的であること、FRB や日銀は、非伝統的金融政策に突入する中でこの制度を整えていったことなどが示される。なお、FRB ではプライマリーディーラーを中心に資金供給を行う仕組みが、スティグマ問題の淵源となっていることも指摘されている。

第３に、決済システムが比較されている。日銀が国内すべての銀行間の決済を日銀ネットで一元的に行える点で最もシンプルで効率的であること、BOE の Chaps は少数の決済銀行に限定的に提供されて階層構造をなしていること、FRB が提供する Fed wire は必ずしもこれを使わない金融機関が存在すること、ECB の TARGET２は事実上は各国中銀の勘定を経由して行うシステムで残高不均衡などの問題を抱えやすいこと、などが指摘される。

第５章　４大中央銀行が置かれた各国、各地域固有の金融・経済環境、及びそれとの関わり方

4 中銀が置かれた、その国（地域）固有の金融・経済環境、および中銀のそれとの関わり方に着目し、比較検討している。

第１に、FRB が置かれたアメリカの経済環境は、銀行制度の連邦・州政府による「二元主義」、さらに銀行に対する監督・規制の権限が分権的であること、それらに端を発して、過剰なまでの反ウォール街、反 FRB の世論が形成されていること、が特徴であるとする。金融技術の進歩による民間債券市場の著しい発展の下で、MMF やノンバンクの役割が大きい「市場型間接金融」とも呼べる金融構造が成立したことも固有の特徴とされている。

第２に、ユーロ圏では、金融政策の主体である ECB が 19 の財政政策の主体（政府）と

向き合う特殊な構造に立っていること、それゆえマネタリー政策と財政政策のポリシーミックスが困難で､マネタリー政策単独では各国景気の平準化が行いにくいことが説かれる。さらに、金融機関の監督・規制における政府と中央銀行の分担や、ECB に与えられたプルーデンス政策の権限そのものが曖昧であり、域内 19 か国の経済格差の存在も、ECB を取り巻く特徴として指摘されている。

第 3 に、BOE の置かれたイギリスでは、銀行の規制が「自主規制」によって行われてきた伝統があり、それゆえ 1979 年以降、法整備が進む中で BOE のマンデートが大きく揺れ動いたとする。BOE が設立以来政府と近い関係にあったことも特徴と捉えてる。

第 4 に、日本では、まず中銀の独立性が伝統的に弱く、1997 年の日銀法改正後も、その独立性はなお相対的に低いことが指摘される。インフレ率が従来から低めで、1990 年代末にデフレを経験したことにより、強力な金融緩和でリフレーションを行うべきだという強い世論が形成されたことが、金融政策決定の背景として重視されている。

第 6 章　４大中央銀行の金融政策の相違点と、歴史、制度、金融・経済環境との関係

ここで、第１章、第２章で明らかにした４大中銀における政策の相違点を、第３章、第４章、第５章で整理した中銀の歴史、制度、置かれた金融・経済環境から説明する作業が行われる。

まず、非伝統的金融政策を巡る考察で、第１に、大量資産購入の対象資産の相違の要因が説明される。例えば、FRB の MBS 購入の背景は、アメリカにおける民間債券流通市場の高度の発達から、日銀の ETF の購入は強力な金融緩和策でリフレーションを行うべきという日本特有の世論に影響などから説明される。

第 2 に、マイナス金利政策については、まず FRB が採用しにくい事情を、イールドカーブの過度の平坦化がアメリカの金融市場で役割の大きいノンバンクの収益悪化を招く懸念から説明する。ECB が、同政策において当初日銀のように準備預金を階層化しなかったことは、欧州の銀行における手数料業務への収益依存度の大きさから説明されている。

第 3 に、相対型貸出資金供給が、FRB でのみ採用されなかったのは欧英日における間接金融優位、米における直接金融優位の金融構造の差異が背景にあるとみる。３中銀における実施方法の設計の相違は、ECB が複数の国にまたがること、英国おけるスティグマ問題の存在などの個別事情から説明されている。

第 4 に、独立的インフレ期待の形成を日銀のみが明確に掲げた背景として、日本でデフレが先行し、中銀による中長期的なインフレ期待形成で質金利の低下を促すべきとするリフレ派的な世論が形成されたことを挙げている。

次に、「最後の貸し手機能」を巡る考察では、第 1 に、「債務超過先への貸出禁止」の原則が、1990 年代以降 FRB で強まったのは、1980 年代の銀行破綻処理過程で安易な救済が批判され、従来から根強かった反ウォール街の風潮が喚起されたためとみる。

第 2 に、FRB で、1990 年代以降、非常時のノンバンクへの資金供給が強化されたのは、

アメリカ金融市場の発達で、金融システムにおけるノンバンクの役割の拡大を背景とするものとみる。

第 3 に、「最後の貸手機能」に政府の債務保証が付けられたのは、ECB の 19 ヵ国にまたがる特殊な構造、BOE では設立以来の政府との深い関係によるとしている。

第 4 に、FRB と BOE にスティグマ問題がみられることについては、決済システムが単一ではないという構造から説明している。

最後に「最後のマーケットメーカー」機能に関する考察で、第 1 に、世界金融危機時に「信用市場における借り手と貸し手への資金供給」を FRB のみが行った理由を、高度に発達した金融市場において、ノンバンクと MMF のプレゼンスが高かったことに帰す。

第 2 に、「期間の長い債券の購入」として、FRB が MBS や GSE 債を買ったのは、それらの流通市場の高度な発達という金融構造から説明される。また ECB が欧州債務危機時に国債やカバードボンドを買ったのは、重債務国の国債を保有している金融機関を支えるためであるが、多国にまたがる中央銀行という特殊な構造を背景とするものとしている。

第 7 章　金融政策の将来展望－新型コロナ危機への政策対応を踏まえて

2020 年に発生した新型コロナ対策を巡る 4 中銀の政策を整理し、今後の金融政策の展望を行っている。

新型コロナ対応策については、次の考察結果が示される。①4 大中銀すべてが行った資産購入強化は、プルーデンス政策としての「期間の長い債券の購入」に位置付けられる。②世界金融危機時と同様、FRB は「信用市場における借り手と貸手への資金供給」を発動した。③間接金融優位のユーロ圏、イギリスにおいては、相対型貸出資金供給が強化された。④世界金融危機にはみられなかった新種の政策として、FRB による「メインストリート融資プログラム」、日銀による「新型コロナウィルス感染症対応金融支援特別オペ」など、家計・企業金融を直接支援するための手段が導入された――である。

今後の金融政策の展望として、①4 大中銀が短期金利誘導型の金融政策に復帰するのはもはや非現実的で、実現するとしても相当な期間がかかること、②今後、再び金融緩和を行う場合には、資産購入と政策金利のフォワードガイダンスが 2 本柱となり、マイナス金利政策には消極的であろうこと、③「最後の貸し手」機能のノンバンクへの拡張は FRB にとどまり、ECB、BOE、日銀で行われる蓋然性は当面高くはないであろうこと、④「最後のマーケットメーカー」機能としては、特に「信用市場の借り手と貸し手への資金供給」が FRB においてとりわけ重要視されていくであろうこと、⑤家計・企業金融を直接支援する政策が、中銀の新たな役割として注目されていくであろうこと、が導かれる。

３．本論文の特徴と意義に関する評価

１　本研究は４大中央銀行の政策手段を比較検討し、その相違点、相違点を発生させた背景

と要因を明らかにし、さらに相違点の行方を含めた今後の展望をなしえたものとして、評価できる。

とりわけ、政策の相違点を明らかにする第１、２章、相違点の背景や要因を探る第３～５章、そして第１、２章で明らかになった個々の相違点を第３～５章で整理した背景・要因で説明する第６章という構成は、ロジカルであり優れている。

なお、第６章で行われた、個々の細かな相違点の発生原因の説明は、おおむね妥当なものであり、今後の研究の基礎となるものである。

２　多様な研究手法が併用されており、中銀、金融政策の分析に厚みをもたらしている。

金融政策を理論的に分析するアプローチ、中銀の成り立ちや展開を跡付ける歴史研究からのアプローチ、そして中銀が打ち出す政策をリアルタイムで評価、検討するエコノミストや政策担当者の政策実務的アプローチが併用、融合されている。これは、そのこと自体がユニークであるというだけでなく、特に中央銀行、金融政策を論じる場合には、そのメカニズムの理論面からの理解が必要であること、政策手段や手法は多分に経路依存的であるため歴史分析が不可欠であること、政策手段の運用に関する分析に際しては実務的かつテクニカルな視点が重要な位置を占めること、から、有効であるといえる。

３　４中銀の金融政策を横断的に、しかもマネタリー政策とプルーデンス政策の双方につき包括的に比較検討したことは、この分野に一つの研究スタイルの可能性を提示したものとして評価できる。

こうした研究はほとんど前例がない。プルーデンス政策については、各中銀の金融危機対応を包括的に検討した伊豆（2016）や、中銀の最後の貸手機能を検討した木下（2018）があるが、各中銀間の比較を明示的に行うことに主眼があるわけではない。また、マネタリー政策についてもこれほど包括的に明示的な比較検討を行ったものはなく、さらに両政策をともに扱った研究は見当たらない。

４　中銀間のマネタリー政策、プルーデンス政策双方における中銀間の相違の背景・要因を、中銀設立の経緯、その結果成立した制度、中銀が置かれた固有の経済環境などからともに説明しようとする視点は新しく、また独自であるが、妥当なものといえる。

とりわけ、マネタリー政策とプルーデンス政策は、別々の目的を持ちながらその手段はかなりの程度共通するので、これらの要因から双方を説明することはリーズナブルである。

５　非伝統的金融政策手段の分類を、自らの視角から行ったことはこの分野の研究への一つの貢献であるといえる。

非伝統的金融政策手段の分類には諸説あり、分類の観点も複数存在するが、それらを勘案したうえで、とりわけスタンダードであるＢＩＳ（2016）に対し、相対型貸出資金供給を加

えたこと、期待に働きかける政策としてのフォワードガイダンスを金利ガイダンスとインフレ期待喚起策とに分けて整理したことは妥当である。

６　金融危機後に新たな発展を見せている中銀の多様な流動性供給の手段を、分類しつつ整理・検討する方向性を示したことが評価できる。

2008 年の金融危機直後に、中銀は金融システム安定化のために新たな流動性供給の手段を繰り出した。それは、連邦準備法第 13 条 3 項に則して、数多くのファシリティを新設するものであったが、こうした手段をバーナンキ（2009）は、大きく３つに分類し整理している。投資銀行などノンバンクへの資金供給に加え、最後のマーケットメーカー機能の発動としての「信用市場の借り手と貸し手への資金供給」「期間の長い債券の購入」であるが、本研究が、この整理を基準として４中銀における発動を比較したのは妥当である。

さらに、コロナ危機時に各中銀が発動した政策も、この基準で整理を行ってうえで、新たな類型として企業金融を直接支援するツールにも触れているのは適切である。

７　伝統的に示されてきた「中銀の機能」を、現代的にとらえ直そうとした試みは、新しい貢献といえる。

中銀の機能については、伝統的には「発券銀行、銀行の銀行、政府の銀行」であるといった通念が示されてきた。キャピー・グッドハート他（1994）は、こうした通念に立ち、中銀の機能を「政府の銀行」、「独占的な通貨発行」、「最後の貸手機能」を中銀の３つに整理している。しかし、今日では、中銀はマネタリー政策を以って総需要の調整を行うことができ、物価の安定といった目標も、これを適切に運営することによって達成される。

こうした事実に鑑み、本研究では、キャピーらの３機能に、総需要調整の機能を加えて、中銀の機能（役割）を現代的に捉え直し、４中銀それぞれがいつ頃それらの機能を身につけたかを検討している。中央銀行研究に対する、一つの貢献として評価できる。

８　今後の中銀の政策につき、歴史的制度的展開を踏まえたうえで行った中長期的な展望は概ね妥当である。

マネタリー政策については、４中銀とも短期金利誘導型の政策に戻るにはかなりの時間を要すること、相違点が多かった非伝統的政策手段は、資産購入と政策金利のフォワードガイダンスの２本柱に収斂していくであろうこと、プルーデンス政策については、「最後の貸手機能」のノンバンクへの拡張や「最後のマーケットメーカー機能」の発動になどを含め、４中銀間に一定の相違が残るであろうことを、展望している。これらは、いずれも一般的な予想と大きく異なるわけではないが、各中銀・各国制度の歴史的・制度的展開を踏まえたうえで提示している点は評価できる。

９　全編を通し、今後の金融政策を議論、展望するための重要事項が整理、分析されている

点が評価できる。

マネタリー政策分野では、2020 年に発生したコロナ危機後、新たな緩和手段が求められているうえ、危機が去った局面における政策の「正常化」が議論されていく。一方、プルーデンス政策面では、中銀が家計・企業を直接支援する手段やその是非が問われて行こうとしている。本研究は、そうした政策論議の基礎を提供するものといえる。

４．問題点と課題

１　政策手段の類型比較を超えた、４中銀の非伝統的金融政策の全体像的、総合的評価は、今後の課題である。

４中銀のマネタリー政策の比較検討は、非伝統的金融政策の諸手段を分類したうえで、個々のどの手段を採用して政策を組み立てられているか、という観点から綿密に行われれている。しかし、個別の手段に注意を奪われることにより、各中銀の政策の全体像の描写がおろそかになった感も否めない。このような、手段の分類学を超えた各中銀の非伝統的金融政策の説明、評価は、今後の課題といえる。

２　現下の金融政策の重要問題に対する各中銀のスタンスへの違いを、本研究で示された歴史的、制度的な視点で説明し、展望するなどの応用が可能と考えられる。

現在、金融政策研究や中銀研究の分野には、低自然利子率下における金融政策の在り方、中銀による財政ファイナンスを続けることの帰結、コロナ危機のような実体経済に大きなダメージが加わったときの中銀の対処法など、多くの本質的な議論がある。本研究では、これらの議論に明示的には触れられていないが、各中銀のこれらへ対応にもスタンスの違いが表れるはずであり、本研究で示された歴史的、制度的な視点はその展望にも応用可能と考えられる。この点は、残された課題といえる。

３ 中銀のマネタリー政策とプルーデンス政策はどうあるべきか、に議論を発展させる余地がある。

本研究では、４中銀の政策の相違点の発見、その理由の説明、今後どう展開するかの展望において、「どうあるのか」（Sein）の視点が一貫している。マネタリー政策、プルーデンス政策は「どうあるべきか」（Sollen）の視点からも、本研究で明らかになった 4 中銀の歴史・制度・環境の相違を念頭に、議論を発展させる余地があるように思われる。

４　細かい論点においては、異論の余地を残す部分もある。

マネタリー政策の手段である非伝統的金融政策手段の分類において、敢えてプルーデンス政策手段としての非伝統的金融資産の購入（植田(2012)のＱＥ０）を混入させたことには違和感を禁じ得ない。また、イールドカーブコントロールは、資産購入とフォワードガイダン

スの結果導かれる政策として、これらと同じ平面上に整理することには難があるともいえる。ただ、以上の点は、この分野の研究の今後に向けて提示された論点であり、ただちに却下されるべきものではない。

５　全体に、数値的な裏付けが弱いことは難点として指摘できる。

例えば、第５章で、アメリカにおける資本市場の発達を他の３か国（地域）と比較する部分や、ユーロ圏における構成国間の経済格差、景気循環のバラツキなどを示す部分では、もう少し記述統計的にも綿密な実証ができたはずである。また、本研究中では様々な因果関係が述べられているが、これらについは推測統計的な作業に発展させる余地がある。例えば、個別の論点につき、データを４行から多くの中銀に拡張して推計を行うなどの可能性が指摘できる。もっとも、こうした難点は、横断的な比較制度分析を歴史的な視点、経済理論的な視点、政策実務的視点を交えて丹念に行った結果得られた本研究の見解や展望の妥当性を、いささかも減じるものではない。

５．結論

本研究は、とりわけ世界金融危機後に発動された２つの金融政策（マネタリー政策、プルーデンス政策）の、４中銀における相違点に注目し、その相違点の原因を論じるとともに、今後の動きを展望している。マネタリー政策については、短期金利誘導型政策に戻るのに相当な時間を要するなか、非伝統的政策手段は、資産購入と政策金利のフォワードガイダンスの２本柱に収斂していくであろうこと、プルーデンス政策については、「最後の貸手機能」のノンバンクへの拡張や「最後のマーケットメーカー機能」の発動などの点で４中銀間に一定の相違が残るであろうとの展望を、各中銀・各国制度の歴史的・制度的展開を踏まえて到達した結論として提示している。やや数量的な裏付けが弱く、因果関係を推測統計な手法で示していないといった限界はあるにしても、横断的な比較制度分析を歴史的な視点に、経済理論的な視点、政策実務的視点を交えて丹念に行った結果得た見解は、その限界を十分に補うものといえる。

よって審査員一同は、所定の口頭試問（令和２年 11 月９日）と論文審査に基づき、朝倉健男による本研究が学術的貢献をなしうる独創性を備えた論文であると評価するとともに、本研究が専修大学大学院経済学研究科における博士（経済学）の学位授与に相応しいものであると判断する。

以上