

《博士論文要旨および審査報告》

学位請求論文

朝倉 健男 「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—」

I 論文要旨

朝倉 健男

世界金融危機を経て、主要国の中央銀行は「非伝統的金融政策」の局面に突入した。これにより、4大中央銀行の総需要調整策としての金融政策（マネタリー政策）は大きく変貌を遂げ、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（ブルーデンス政策）もまた、大きくその姿を変えている。4大中央銀行によって行われたこれら2つの金融政策は、共通面も多いが、それぞれに異なる部分も多い。本稿の目的は、世界金融危機以降にみられた4大中央銀行間の政策の相違点を明らかにするとともに、その源泉を、中央銀行の成り立ちや制度、置かれた金融・経済環境から探ることにある。

第1章では、総需要調整策としての非伝統的金融政策の政策メニューを分類し、4大中央銀行において実際にどの政策が行われたのかを整理した。

その結果、4大中央銀行で共通に、非伝統的資産の購入を含む大規模資産の購入と政策金利のフォワードガイダンスが採用されており、大きな2本の軸であることが指摘できる。

しかし、相違点として、①大量資産購入で国債のみを対象とするBOEに対し、民間金融資産も大規模に購入するFRB、株価に直結するETFも購入対象に加える日銀などのバリエーションがみられること、②マイナス金利政策は、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は、

ECB、BOE、日銀がこれを採用し、FRBは採用していないこと、④独立的インフレ期待の形成は日銀のみが導入し、同時にマネタリーベース残高目標も採用されたが、FRB、ECB、BOEは採用していないこと、⑤イールドカーブ・コントロール政策は日銀のみが導入したこと、などが指摘できる。

第2章では、金融システム安定化策について、「最後の貸し手」機能と、2008年の世界金融危機下で新たに設けられた「最後のマーケットメーカー」機能に分けて4大中央銀行の共通点と相違点を検討した。

最後の貸し手機能に関しては、4つの観点から比較を行った。第1に、バジヨット・ルールにおける「債務超過先への貸出禁止」の原則は、各中央銀行の伝統的な運用では厳格に守られてこなかった。だが、1990年代になって、FRBがFIDICIA（1991年）で債務超過先への連銀貸出を禁止し、ECB（1998年設立）が最後の貸し手機能であるELAで債務超過先への資金供給を禁じるなどの動きが出てきた。一方、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とさえいえる。

第2に、最後の貸し手機能のノンバンクへの大々的な発揮は、FRBにおいてのみ行われた。1991年にFIDICIAで非常時における連銀貸出に関してノンバンクに対する担保面での優越性が付与され、2008年の世界金融危機時には投資銀行や生命保険会社に資金供給を行うファシリティが準備された。

第3に、最後の貸し手機能に対する政府による債務保証は、ECBではELAによる貸出に、貸出先金

融機関の所在国の政府による保証が付された。BOEでも、2008年の金融危機時にELAの一定額以上の貸出に政府保証が付けられた。これらは、FRBと日銀にはみられない。

第4に、スティグマ問題が存在することによるそれへの対応は、FRBとBOEで行われたが、ECBと日銀にはみられない。

「最後のマーケットメーカー」機能は2つに分けられるが、「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、「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に関しては、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。BOEに関しては最後のマーケットメーカー機能はみてとれず、日銀においてはその発動はごく限られた範囲にとどまった

第3章以降の3つの章では、第1章、第2章で明らかになった政策の相違点をもたらし要因や背景を探るため、中央銀行の成り立ち、制度、置かれた金融・経済環境を整理した。

第3章では、まず4大中央銀行の設立時の直接の目的を探った。FRBは金融恐慌への対応としての金融システムの安定（最後の貸し手）、ECB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は政府への貸出を目的とした商業銀行業務（政府の銀行）、日銀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）、がそれぞれの設立の目的であった。しかし、各行とも次第に中央銀行の要件を備え、それぞれに「中央銀行化」していった。

総需要調整策としてのマネタリー政策は、多くの中央銀行が設立された後に発見された機能である。金本位制の下で、資本の移動が自由であった時代には、中央銀行に自主的なマネタリー政策は実施できなかった。しかし、1946年からのブレトン＝ウッズ体制では、固定相場制の中で国際資本移動がある程度制限されていたため、各行はマネタリー政策を発

動し始めた。1970年代になると、変動相場制に移行したため、資本移動は自由化され、マネタリー政策は財政政策とともに総需要調整策として機能するようになった。この間、4大中央銀行のマネタリー政策は手段や運営目標などの点で改革が進み、ほぼ共通の短期金利誘導型に収斂して、それが非伝統的金融政策直前まで行われた。

第4章では、4大中央銀行の現在の姿を比較した。

第1に金融政策決定の仕組みは、委員会制度を採用しているなど基本的にほぼ共通だが、相違点は政府との距離である。FRBは政府からの関与は一切なく、ECBも19の異なる政府に対応する特殊な構造ゆえ、政府との距離は大きい。BOEは伝統的に政府との関係が近く、金融政策決定会合で政府代表委員に議案提出権、議決延期請求権のある日銀と政府の関係はさらに親密といえる。

第2に、非伝統的金融政策突入前夜までに整えられていた、短期金利誘導型政策のスキームを比較すると、設立時に既にコリドーを設けていたECBが最も先進的であった。後に、FRBも日銀も、非伝統的金融政策に突入する中でこの制度を整えている。

第3に、決済システムに関しては、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だ。BOEが提供するChapsは少数の決済銀行に限定的に提供され、階層構造をなしている。FRBが提供するFed wireには民間に競合するサービスが存在し、必ずしもFRBが扱わない決済が存在する。ECBが提供するTARGET2は、ユーロ加盟国間の国境をまたぐ資金の決済をスムーズに行える仕組みだが、事実上は各国中央銀行の勘定を経由しており、残高不均衡などの問題を抱えやすい。

第5章では、4大中央銀行が置かれた各国、各地域の固有の金融・経済環境、およびそれとの関わり方に着目した。

第1に、アメリカでは、銀行制度において、連邦政府と州政府による「二元主義」が存在する。その

上で、銀行に対する監督・規制の権限は分権的であり、とりわけFDICに、金融機関の監督・規制権限が与えられているのは特徴的である。また、州ごとの権限が強く、過剰なまでのウォール街やFRBに反発する世論が形成されている。金融技術の発展を受けて、民間債券市場の発展が著しく、ノンバンクのプレゼンスが大きい金融機関構造が形成されている。

第2に、ユーロ圏では、1つの金融政策主体(ECB)に対し財政政策の主体(政府)が19ある特殊な構造により、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。また、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った。さらに、域内19か国の経済格差の存在も、ECBを取り巻く大きな特徴といえる。

第3に、イギリスにおいては、銀行の規制が「自主規制」によって行われてきた伝統がある。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。なお、マネタリー政策に関しては、イギリスにおいては伝統的に貨幣的要因を重視する金融政策が好まれる傾向があったといえる。設立以来BOEは国債市場を通じて政府と蜜月関係にあった。

第4に、日本では、中央銀行の独立性が伝統的に低く、1997年の日銀法改正後も、その独立性はなお相対的に低い。また、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と、それを背景に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も特徴だ。現金志向の経済社会は金融政策上の余分なコストを日銀に与えるが、政府はキャッシュレス化社会の実現を急いでいる。

第6章では、第1章、第2章で明らかにした、主として世界金融危機後の4大中央銀行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

央銀行の成り立ち、制度、置かれた金融・経済環境から説明することを試みた。

総需要調整策としての非伝統的金融政策手段については、第1に、大量資産購入の手段の相違は、アメリカで民間債券の流通市場が高度に発達していたという金融市場構造、ECBで金融システム安定化のための民間資産購入スキームが総需要調整策になし崩的に転用されたという経路、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されたこと、などから説明できる。

第2に、マイナス金利政策は、まずFRBが採用しにくい事情として、イールドカーブのフラット化が、アメリカの金融市場でプレゼンスの大きいノンバンクの収益悪化に、より大きな打撃を与える可能性が指摘できる。ECBのマイナス金利政策において、当初日銀のように準備預金を階層化せず、超過準備全体に付利が行われたのは、欧州の銀行が伝統的なバンキング業務ではない手数料業務への収益依存度が大きいからという、日欧金融機関構造の相違から説明できる。

第3に、相対型貸出資金供給がECB、BOE、日銀で採用され、FRBで採用されなかったのは前3者における間接金融優位、後者における直接金融優位の金融構造の差異による。前3者における具体的な方法の相違は、多国にまたがるECBにおいて恣意性を排除するため長期オペの延長として設計されたことや、BOEにおけるスティグマ問題の存在といった個別事情から説明できる。

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には、日本が早くからデフレに陥る中、中央銀行が人々の期待に働きかけることにより、中長期的なインフレ期待の上昇を通じて実質金利の低下を促す必要があるとするリフレ派的な世論形成があった。

第5にイールドカーブ・コントロール政策は日銀のみが行ったが、これは日本においてのみみられた

過度にフラット化したイールドカーブを立たせたいという事情が日銀においてのみ発生したためであった。

次に、「最後の貸し手」機能を巡る考察では、第1に、伝統的に順守されてこなかった「債務超過先への貸出禁止」の原則が、1990年代以降FRBで厳格に掲げられるようになったのは、1980年代の銀行破綻処理の過程を経て、安易な救済がモラルハザードを引き起こすという認識が強まり、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だ。その後設立されたECBは、この影響を強く受けた。イギリスでは長い間深刻な取り付けを経験していなかったことや、日本では破綻銀行処理に日銀特融が組み込まれていたことにより、見直しの機運は生まれなかったといえる。

第2に、FRBによる「最後の貸し手」機能に関して非常時にノンバンクに対する担保面での優越的地位が付与されたのは、高度に発達したアメリカ金融市場においては、ノンバンクが金融システムにおいて極めて重要な役割を果たしていたことによる。

第3に、政府による債務保証が、ECBのELAによる貸出に設けられたことの背景には、19の国に1つの中央銀行という特殊な構造が指摘できる。BOEにおける政府の債務保証は、設立以来BOEと政府が深い関係にあったために可能であったといえる。

第4に、スティグマ問題はFRBとBOEにみられる特徴だが、これは決済システムが単一ではなく、中央銀行との取引関係が薄い金融機関も存在するという構造によるものだ。

最後に「最後のマーケットメーカー」機能に関しては、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のみが行ったのは、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からだ。

第2に、「期間の長い債券の購入」として、FRBがMBSやGSE債を購入したのは、これらの流通市場が発達していたため、その安定化が金融システ

ムの安定化に直結したためである。ECBは欧州債務危機時に金融システム安定化のため、SMPで国債を、CBPPでカバードボンドの購入を行ったが、それ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り、多国にまたがる中央銀行という特殊な構造によるものともいえよう。

第7章では、2020年になって発生した新型コロナ対策を巡る4大中央銀行の政策を整理し、今後の金融政策の展望を行った。

まず新型コロナ対策としては、第1に、4大中央銀行すべてにみられた政策としては、バランスシートの拡大があげられる。これは期間の長い債券の購入による信用市場の支援のためのバランスシートの拡大であり、プルーデンス政策として行われたものだ。

第2に、世界金融危機時と同様、FRBはノンバンク向け資金供給(PDCF)や、「信用市場の借り手と貸し手への資金供給」による最後のマーケットメーカー機能(TALF, MMLF)を発動している。

第3に、間接金融優位のユーロ圏、イギリスにおいては、ECBのTLTRO3、BOEのTFS、という相対型貸出資金供給が発表されている。

第4に、FRBによる「メインストリート融資プログラム」、日銀による「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ」にみられるような、家計・企業金融を直接支援するための政策が導入されており、これらは世界金融危機時にはみられなかった新種の政策である。

今後の金融政策の展望としては、第1に、4大中央銀行におけるマネタリー政策が非伝統的金融政策以前の短期金利誘導型の金融政策に再び復帰することは非現実的であり、仮にできたとしてもその実現までに相当な期間を有することは明らかだ。

第2に、今後、感染拡大の防止に目途が立った場合、非伝統的金融政策における4大中央銀行のマネタリー政策は、世界金融危機時のFRBと同様に、バランスシート政策と政策金利のフォワードガイダ

ンスが2本の柱となると予想される。なお、マイナス金利政策の採用や深堀りに関しては、4大中央銀行共に消極的である。

第3に、「最後の貸し手」機能としては、FRBに関してはノンバンクに明示的に発動されるが、ECB、BOE、日銀ではその蓋然性は当面高くはない。

第4に、「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」は今後もFRBにおいてとりわけ重要視されていく。

第5に、家計・企業金融を直接支援する政策が、中央銀行の新たな役割として注目されるだろう。

## II 審査報告

審査委員 (主査) 田中 隆之  
(副査) 山田 節夫  
(副査) 大倉 正典

### 1. 主題

本研究は、アメリカ、ユーロ圏、イギリス、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）、欧州中央銀行（ECB）、イングランド銀行（BOE）、日本銀行（BOJ）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中銀の対応をも踏まえて、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いく。

- 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を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ーカー」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ーカー」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 マネタリー政策とブ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、これに中曾(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中銀の共通点は、大規模資産購入と政策金利のフォワードガイダンスの採用であるが、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 中央銀行によるブルーデンス政策

金融システム安定化策(ブルーデンス政策)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（最後の貸し手）、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、キャピエ、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いく過程が、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中銀の現在の姿が、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Fedwire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に与えられたブ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נד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いる。

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の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、英国に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実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による、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、「最後の貸し手」機能に政府の債務保証

が付けられたのは、ECBの19カ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中銀すべてが行った資産購入強化は、ブ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し手への資金供給」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世界金融危機時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「新型コロナウイ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大中銀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たものであるとして、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の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ブ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、この分野の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。ブ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、中銀の最後の貸し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 マネタリー政策、ブ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、マネタリー政策とブルーデンス政策は、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ド

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たうえで、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。キャビー・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」、「最後の貸し手」機能の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。

こうした事実を鑑み、本研究では、キャビーらの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本柱に収敛していくであろうこと、ブルーデンス政策については、「最後の貸し手」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、ブ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いこうとしている。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、各中銀のこれらへの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ブルーデンス政策はどうかあるべきか、に議論を進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を展望において、「どうかあるのか」(Sein)の視点が一貫している。マネタリー政策、ブルーデンス政策は「どうかあるべきか」(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、議論を進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、敢えてブ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、景気循環のパラッ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、これらについて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知見や展望の妥当性を、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、「最後の貸し手」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。やや数値的な裏付けが弱く、因果関係を推測統計的に示すなどの手法は用いていないにしても、横断的な比較制度分析による歴史的な視点に、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知見は、これ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。

### Ⅲ 学位授与要記

- 一. 氏 名 朝倉 健男
- 二. 学位の種類 博士（経済学）
- 三. 学位記番号 博経甲第十八号
- 四. 学位授与の条件 学位規則第四条第一項該当
- 五. 学位授与年月日 令和三年三月二十二日
- 六. 学位論文題目 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—
- 七. 審査委員 主査 専修大学経済学部  
教授 田中隆之  
副査 専修大学経済学部  
教授 山田節夫  
副査 専修大学経済学部  
准教授 大倉正典