

# 低インフレ下での中央銀行の独立性に関する 一考察：日本銀行を中心に

武 田 英 俊  
後 藤 康 雄

2021年2月

The Institute for Economic Studies  
Seijo University

6-1-20, Seijo, Setagaya

Tokyo 157-8511, Japan





# A Study on Central Bank Independence Under Low Inflation: Focusing on the Bank of Japan

Hidetoshi Takeda  
Yasuo Goto

FEBRUARY 2021

## **Abstract**

Central bank independence was widely accepted in major developed countries in the 1990s due to its track record in controlling inflation. However, after the Global Financial Crisis, major advanced economies have been suffering from deflation or too low inflation rather than high inflation. This is a completely different situation from the time when central bank independence was accepted.

There are various views on central bank independence under low-inflation environment, but in order to achieve the ultimate goal of central banks, i.e., sustainable economic development under price stability, central bank independence should be maintained. To do so, we need the public's understanding and support for central bank independence and central banks should show acceptable performance for the public.

It is difficult for central banks to overcome low inflation on their own. Therefore, it is realistic to actively cooperate with the government for realizing expected performance. Working with the government with maintaining central bank independence is, of course, possible. In order to fulfill the central bank's mission of "sound development of the national economy," the central bank's active efforts to overcome low inflation are required.



# 低インフレ下での中央銀行の独立性に関する 一考察：日本銀行を中心に

武 田 英 俊\*

後 藤 康 雄\*\*

## 1. はじめに

1997年6月、55年振りに全面改正された日本銀行法（新日銀法）が公布され、翌1998年4月に施行された。日本銀行法の改正は、日本銀行の独立性の確保を主眼とするものであった<sup>1)</sup>。

よく知られているように、改正前の日本銀行法（旧日銀法）は、戦時（1942年）に立法された国家統制色の強いものであった。そこでは、日本銀行は「国家経済総力ノ適切ナル發揮ヲ計ル為国家ノ政策ニ即シ通貨ノ調節、金融ノ調整及信用制度ノ保持育成ニ任ズルヲ以テ目的トス」（第1条）とされ、「日本銀行ハ国家目的ノ達成ヲ使命トシテ運営セラルベシ」（第2条）と規定されていた。また、こうした目的を担保するために、政府の日本銀行に対する監督権（第42条）、業務命令権（第43条）、役員解任権（第47条）が規定されており、法文上、日本銀行の独立性への配慮は一切窺えない。

これに対し、新日銀法は、「日本銀行の通貨及び金融の調節における自主性は、尊重されなければならない」（第3条第1項）、「この法律の適用に当たっては、日本銀行の業務運営における自主性は、十分配慮されなければならない」とし、金融政策および業務運営における日本銀行の独立性を規定している。また、これに合わせて旧日銀法にあった政府の監督権、業務命令権、役員解任権等に関する規定は削除された。このように、新日銀法により、法的には日本

---

\* 京都大学大学院総合生存学館 特定教授

\*\* 成城大学社会イノベーション学部 教授

銀行に欧米主要国の中央銀行と遜色ない独立性が付与された<sup>2)</sup>。

しかしながら、新日銀法施行後の日本銀行とその金融政策をめぐる状況は、新日銀法の規定および欧米主要国の中央銀行が享受している独立性から期待されるものとはかなり異なっていたと言ってよい。

そもそも中央銀行の独立性は、主要国におけるインフレーション（以下では、固有名詞を除き「インフレ」と称する）抑制に関する実績を背景に付与された経緯がある。ところが、新日銀法施行後の日本の金融・経済情勢を振り返れば、前半にはバブル崩壊後の不良債権問題への対応が続き、それが一服した段階で米国発の世界金融危機の影響を受けることとなった。物価面では、デフレないし低インフレ（以下では両者を合わせて、「低インフレ」と称する）傾向が定着した。こうした状況の下、日本銀行は、ほぼ全期間を通じてゼロ金利制約に直面する中、非伝統的金融政策の展開を余儀なくされた。世界金融危機以降は、日本だけでなく欧米主要国も日本とほぼ同様の状況が続いている。これは、インフレ対応のために中央銀行の独立性が重要であるとの認識が世界的に浸透し、中央銀行への独立性の付与が国際的に拡大した1990年代までとは全く違った状況である。とくに日本では、バブル崩壊以降、低インフレの継続が長期間に及んでいることもあって、日本銀行の置かれた立場は他国と比べてより難しいものであった。

こうした状況は、中央銀行の独立性に関し、経済学のみならず、政治学や法学の領域にも関わる広範な課題を投げかけている。ここでその全てについて論じることはできないが、本稿では、日本銀行を念頭に低インフレ環境における中央銀行の独立性のあり方、さらに独立性を中央銀行の最終目的である国民生活の健全な発展に繋げるための対応の方向性に関して私見を提示する。

## 2. 中央銀行の独立性を巡る環境変化

### 2-1. 中央銀行の独立性強化

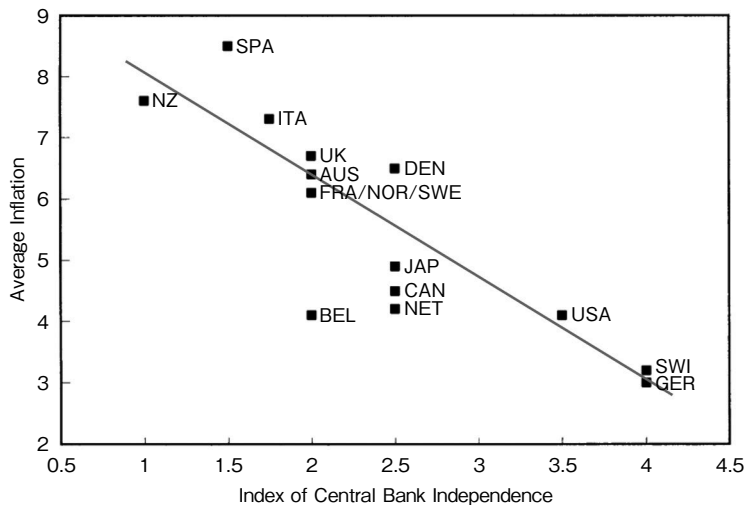
「中央銀行の独立性」とは、一般的には「金融政策を決定する権限が中央銀行にあり、中央銀行の決定がそれ以外の主体の判断によって覆ることがない」ことを意味する<sup>3)</sup>。今日では、中央銀行の独立性は国際的に広く受け入れられているが、それが広く受け入れられたのは1990年代であり、それほど古いこと

ではない<sup>4)</sup>。

中央銀行に独立性を付与することが一般的になった背景としては、① 1970年代の高インフレ（米国のグレート・インフレーション、日本の狂乱物価等）の経験により、インフレと景気後退が共存（いわゆるスタグフレーション）しうると認識されたこと、②中央銀行の独立性が高いほど、インフレ率が低い傾向が確認されたこと、が指摘されることが多い。後者については、中央銀行の独立性を測る指標とインフレ率の関係を示した、Alesina and Summers (1993) の図（図表1）がよく引用される。そこでは、中央銀行の独立性が高いほどインフレ率が低いという右下がりの関係を明確に読み取ることが出来る。

こうした事情を踏まえ、経済学者の間で中央銀行に独立性を与えることが望ましいとの主張が強まっていく（翁, 2013, pp. 74-77）。加えて各国で1990年代からインフレーション・ターゲティングが採用されたことも追い風となった（図表2）。典型的なインフレーション・ターゲティングは、まず政府と中央銀行が共同でインフレ目標を設定したうえで、その目標の達成に向けて中央銀行が自律的に取り組む建付けである。こうした取り組みは実際にインフレ抑制に成果を挙げた。つまり、中央銀行の独立性は、アカデミックなサポートの下、インフレ抑制に関する実績を背景に各国の法制度に織り込まれていったのである。

（図表1）中央銀行の独立性とインフレ率の関係



（出所）Alesina and Summers (1993), p. 155, FIG. 1a. 右下がり線は筆者が追記。

（図表 2）1990 年代以降におけるインフレーション・ターゲッティング採用の動き\*

国名	導入年	ターゲットの設定主体	ターゲットのタイプ	達成期間	その他
先進国					
ニュージーランド	1990	政府・中央銀行	レンジ	中期	
カナダ	1991	政府・中央銀行	ポイント+許容幅	6-8 四半期	
英国	1992	政府	ポイント	常に (at all times)	
オーストラリア	1993	政府・中央銀行	レンジ	中期	
スウェーデン	1993	中央銀行	ポイント	通常 2 年	
ノルウェー	2001	政府	ポイント	中期	
日本	2013	中央銀行	ポイント	出来るだけ早期	当初は 2 年を目途
新興国					
ポーランド	1998	中央銀行	ポイント+許容幅	中期	
ブラジル	1999	政府・中央銀行	ポイント+許容幅	年単位	
南アフリカ	2000	政府	レンジ	継続的に	
インドネシア	2005	政府・中央銀行	ポイント+許容幅	中期	

\*河村 (2015), 図表 2, 図表 4 を元に筆者作成。

こうした流れの中で、中央銀行は主に物価の安定というミッションを専門的に担う組織として位置付けられ、中央銀行の独立性＝金融政策の独立性という認識が広がった<sup>5)</sup>。同時期に、欧州で欧州中央銀行 (European Central Bank: ECB) が、極めて独立性が高く物価安定に特化した組織として組成されていったことも、中央銀行が政府から独立して物価安定に専念する組織として認識されていくことに寄与したと考えられる<sup>6)</sup>。

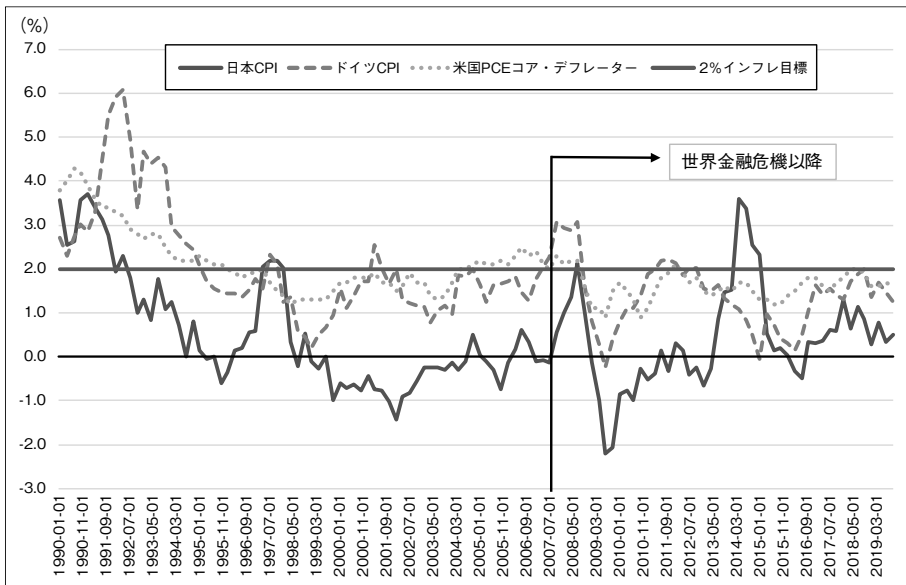
こうした傾向は、1997 年にイングランド銀行 (Bank of England: BOE) に独立性が付与された際に、同行から銀行監督権限が切り離されたことに象徴されている。英国では、1997 年 5 月の総選挙で勝利したブレア労働党政権が、1992 年に導入されたインフレーション・ターゲッティングがインフレ率の低下と安定 (volatility の低下) に成功したことを踏まえ、BOE 改革を行った。その主眼は、① BOE 内に金融政策委員会を新設して BOE に政策金利の決定権を付与する、②それまで BOE が有していた銀行監督権限を新設の金融サービス機構 (Financial Services Authority: FSA) に移管することであった<sup>7)</sup>。

## 2-2. 中央銀行の独立性を巡る環境変化

中央銀行の独立性を巡る環境はその後大きく変化した。具体的には、①低インフレの定着、②金融危機の経験を踏まえて中央銀行に金融監督機能を担わせる傾向、③金融危機後の財政赤字の拡大・財政政策の余力消失、およびそれに伴う金融政策への依存度の高まり等である。こうした中、各国の中央銀行は金融危機対応および危機後の景気対策として金融緩和を進めた結果、ゼロ金利制



(図表 3) 米独日の物価指数・前年比の推移



(資料) FRED

(注) 日本の CPI は消費税率変更の調整なし。このため、消費税率の引き上げがあった 1997 年 (消費税率 3%→5%)、2014 年 (同 5%→8%) のデータはその分上振れしている。

約に直面し、いわゆる非伝統的金融政策の世界に踏み込んでいった。こうした状況は、2008 年の世界金融危機以降、世界の主要中央銀行にほぼ共通している。一方、日本銀行については、1990 年代前半のバブル崩壊の経験により欧米に約 10 年先行してこうした状況に直面し、対応を続けてきた。

上述の通り、中央銀行に独立性を付与することが有益との認識は、1970 年代～90 年代のインフレ的な環境の下、インフレーション・ターゲティングの枠組みの中で、中央銀行が中立的・保守的なスタンスで金融政策を遂行してインフレ抑制に効果を挙げたことにより生まれた。しかしながら、世界金融危機以降の主要先進国では高インフレではなく低インフレが問題となっており、米欧日の中央銀行は物価を引き上げる努力を続けている。経済学の多くのテキストにあるように、中央銀行の独立性が専らインフレ抑制効果に依拠する<sup>8)</sup>なら、低インフレが定着する中では、その根拠が失われてしまう。

また、1990 年代後半以降の日本の金融不安、2008 年以降の世界金融危機、ユーロ危機を受けて、主要国中央銀行は大規模に「最後の貸し手機能」を発動した。その際には、個別金融機関だけでなく金融市場全体の状況を俯瞰したう

えて、大量の流動性を供給することでシステミックリスクに対応した。こうした経験を通じ、個別金融機関の監督だけではなく、金融市場の状況を念頭に金融システム全体としての安定性を確保するマクロプラードの重要性が各国の間で共有された。その結果、流動性供給機能を持つ中央銀行に金融監督機能を移管（一部の国では再移管）する動きが顕在化し、前述した「中央銀行は主に物価の安定というミッションを専門的に担う組織」という位置付けに変化が生じた。顕著な例が、英国およびユーロ圏である。

#### (1) 英国

前述の通り、英国では 1998 年に銀行監督権限を BOE から FSA に移管したが、金融危機後の 2013 年に、金融サービス法（2012 年に成立）に基づいて BOE 金融監督委員会 (Financial Policy Committee: FPC) および金融行為機構 (Financial Conduct Authority: FCA) が設立され、金融システム安定の任務を担うこととなった（詳しくは、高橋. 2020. pp. 182-184 を参照）。

#### (2) ユーロ圏

ユーロ圏では、世界金融危機後の 2012 年 6 月に欧州銀行同盟を発足させた。これは、ソブリン債務危機と銀行危機の連鎖を分断（あるいは影響を限定）するための単一の銀行監督の仕組みである。その一環として、単一監督メカニズム (Single Supervisory Mechanism: SSM) が採用された（2014 年 11 月稼働開始）。そこでは、ECB の中に銀行監督部署である銀行監督委員会 (the Supervisory Board) を設け、加盟国の監督当局と協力しつつユーロ圏内の 127 の主要な銀行グループを直接監督することになった（詳しくは、唐鎌. 2017. pp. 282-295 を参照）。

### 2-3. 日本銀行を巡る状況

日本経済は、1990 年代初期の資産バブルの崩壊以降、金融危機対応、不良債権処理を進める中でデフレ傾向を強めた。日本銀行が 1997 年の新日銀法により独立性を確保したまさにその時、日本経済はデフレ傾向の中にあり、今日に至るまで 20 年以上にわたって低インフレが続いている。

この間、短期金利はほぼ一貫してゼロ近傍にあったが、日本銀行は世界に先駆けて非伝統的金融政策を導入して対応を図ってきた。しかしながら、低イン

フレ状況からの脱却という実績を示すことが出来ない中で、日本銀行に対する政治的圧力が高まった<sup>9)</sup>。

2012年12月の総選挙では、自由民主党の選挙公約に「明確な物価目標(2%)を設定、その達成に向け、日銀法の改正も視野に、政府・日銀の連携強化の仕組みを作り、大胆な金融緩和を行う」(下線は筆者)ことが明記されるに至った。総選挙の結果、同党が政権を奪取し、2013年1月の政府と日本銀行との「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について」(いわゆる「共同声明」)に繋がっていった。その後、日本銀行の体制変更、異次元緩和の開始・続行を経て今日に至っているが、上述の政権樹立前後の動きだけでなく、審議委員にアベノミクスに肯定的なメンバーを任命すること等を通じ、「アベノミクスの下で日本銀行の独立性は事実上弱まっている」(高橋, 2020, P. 187)との意見も聞かれる。

### 3. 低インフレ下で複数の目的を担う中央銀行の独立性を巡る議論

低インフレ環境の下、物価の安定に加えて金融システムの安定といった複数のミッションを担う中央銀行の独立性の在り方については、①独立性は制約されざるをえない、②新しい環境下でも中央銀行の独立性を維持すべき、という双方の立場から様々な意見が示されている。以下では代表的な見解を幾つか紹介する。

#### 3-1. 中央銀行の独立性は制約されざるを得ないとの見解

Goodhart (2010) は、①中央銀行の最も本質的な役割は自己のバランスシートを利用して流動性を創出することであり、政策金利の決定は中央銀行に必須の役割ではない<sup>10)</sup>、②中央銀行の独立性は歴史的にみて環境に応じて変化する相対的なものであるという見解を示す。そのうえで、世界金融危機後の金融環境は、より規制が強化される中で政府の関与が拡大し、市場メカニズムへの依存度が下がるとしている。その結果、中央銀行を独立した機関とする考え方は後退すると予想している。

また、オルファニデス (2018) は、ミルトン・フリードマンの見解を引きつつ、金融危機の際には金融政策だけでなく、財政政策その他政府の様々な政策

の密接な協調が求められるとし、その際に「広範な裁量の権能を持つ独立した中銀の存在によって、マクロ経済管理の責任が厄介な形で拡散し、問題を引き起こす可能性がある」（p. 47）とする。とくに、中央銀行のバランスシートを利用した非伝統的金融政策は、財政政策的な性格を持つが、「通常民主主義社会では、財政上の権能は選挙で選ばれた政府が保持」し、「裁量の権限を委託されている専門家から成る独立した機関には、本来付与されないもの」としている<sup>11)</sup>（p. 49）。日米欧の中央銀行は、バブル崩壊後の不況期ないし世界金融危機の中でゼロ金利制約に直面し、量的緩和等の自らのバランスシートを利用した非伝統的金融政策を採用したが、オルファニデスの視点に立てば、そうした中で独立性を維持することは民主主義の原則に抵触しかねないことになる。

### 3-2. 中央銀行の独立性を維持すべきとの見解

低インフレ環境下でも中央銀行の独立性を維持すべきとの見解の多くは、選挙を意識せざるを得ない政治の視点が短期的となる傾向は、インフレ的な環境でもデフレ的な環境でも同じとする。したがって、短期的な効果に過度に拘ることなく、中長期的な視点で物価の安定を実現するためには、低インフレ環境の下であっても中央銀行の独立性が必要とする。

例えば、Fischer (2015) は、「金融政策に対する政治的介入の影響についての懸念は、インフレが高すぎる場合も低すぎる場合も同じ」とし、その最大の理由として、「金融政策を決めるに当たって考慮しなければならない時間軸と比べ、政治の時間的軸が短い」ことを挙げている（p. 12）。

また、高橋 (2020) は、金融政策の適切な遂行には中長期的視点が重要との前提の下、従来の中央銀行の独立性のための経済学的モデルは有用性を失ったとしたうえで、低インフレ等の状況でも独立した中央銀行を正当化するためには、「①インフレでもデフレでも通用する、②政府との協調が必要な国債管理政策、金融安定化政策を担っても対等な関係で独立性を確保できる、③政治的な状況を考慮している」条件を満たすモデルが必要とする。こうした条件を満たすものとして「立憲的な分権モデル」を提唱している（p. 174）<sup>12)</sup>。同モデルは、中央銀行を独立した権力ととらえ、統治機構の中において行政府から独立した組織として、「行政府とチェック・アンド・バランスの関係」に位置付けている。

### 3-3. 金融安定化政策と中央銀行の独立性

既に見た通り、世界金融危機後に中央銀行に銀行監督権限を付与（もしくは再付与）する傾向がみられている。日本の場合、銀行を含む大半の金融機関の法的な監督権限は金融庁にあるが、日本銀行も「銀行その他の金融機関の間で行われる資金決済の円滑の確保を図り、もって信用秩序の維持に資することを目的」（日本銀行法第1条第2項）としており、金融安定化政策の一翼を担っている。金融安定化政策と金融政策のあるべき方向性がときに矛盾することは確かであるし、金融安定化政策を効果的に遂行するためには、規制の整備や場合によっては財政資金の利用等が必要となるため政府との協働が不可欠である。このため、中央銀行が金融安定化政策を担うことが独立性に悪影響を及ぼす可能性があると懸念する見方もある。

しかしながら、金融危機およびそれに準じる状況では、中央銀行の独立性如何に関わらず、システミックリスク対応が最優先なのは自明である。また、そうでない場合でも、政府との密接な意見・情報交換を前提に、中央銀行が所管する政策の優先順位を自分自身で決めるのであれば、金融システムの安定性は中央銀行が独立して金融政策を遂行するに当たって考慮すべき様々な状況の一つということになり、独立性の問題は生じない。もとより、中央銀行が金融安定化政策を所管していない場合でも、中央銀行の最終目的が「国民生活の健全な発展」にある以上、金融政策の遂行に当たって金融システムの安定に十分に配慮するのは当然である。したがって、金融政策の決定権が中央銀行にあることが担保されていれば、中央銀行が金融安定化政策を所管していても、独立性の侵害には繋がらないと考えられる。

## 4. 低インフレ環境下における中央銀行の独立性

### 4-1. 中央銀行の独立性をどう考えるべきか

中央銀行の独立性を巡る意見は様々であるが、以下の2点が出発点になると考えられる。

第1に、民主主義社会において、行政的な機能を担う公的機関が独立性を有するのは例外的だということである。したがって、例外的な扱いを正当化する合理的な理由が必要であるほか、こうした機関には例外的な扱いに期待され

る成果を挙げることが求められていると考えるべきである。これを日本銀行に当てはめれば、期待される成果は「国民経済の健全な発展に資する」ために「物価の安定」を実現することであり、これは、インフレ的な環境であるかデフレ的な環境であるかを問わないところである

第2に、中央銀行の独立性はそれ自体が目的ではなく、中央銀行に課されているミッションを達成するための手段だということである。日本銀行法は「日本銀行の通貨及び金融の調節における自主性は、尊重されなければならない」（第3条第1項）として金融政策の独立性を規定しているが、これはあくまで「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する」ための手段として認めるという趣旨と解すべきである。

中央銀行が独立して金融政策を行うことが「国民経済の健全な発展に資する」のは、やはり Fischer (2010) が指摘する通り、金融政策が十分な成果を挙げるために必要とされる時間の長さが、政治的な立場にある者が期待する時間よりも長いからであろう。こうした見地からすると、インフレ的な環境にあるかデフレ的な環境にあるかに関わりなく、中央銀行に金融政策の独立性を認めるべきということになる。

#### 4-2. 日本銀行の独立性は損なわれたのか

バーナンキ (2017) は、「中央銀行の独立性が脅かされるのは、自身の責務を超えること、または責務に反することを強要されたとき」としている (p. 42)。

日本では、2000年代後半から、デフレの継続は金融政策の失敗によるとの意見が台頭し、与野党を問わず日本銀行の独立性を弱める法改正が提案される状況が続いた。前述の通り、2012年12月の総選挙では、当時野党であった自由民主党が、「明確な物価目標（2%）を設定、その達成に向け、日銀法の改正も視野に、政府・日銀の連携強化の仕組みを作り、大胆な金融緩和を行う」ことを公約に掲げて勝利し、政権に復帰した。日本銀行は、総選挙後最初の政策委員会金融政策決定会合（2013年1月22日）で2%の物価安定目標を決定した。また、同日、安倍政権の主張を大幅に織り込んだ共同声明「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について」が発表された。この時期において、政府および政治側が日本銀行の独立性を尊重していたとは言い難い（以上は、上川 (2014)、第4章に依っている）。

2013年3月以降、日本銀行の体制変更を経て、新たに就任した黒田総裁の下で、いわゆる「異次元緩和政策」が展開されている。新体制下での異次元緩和の推進と日本銀行の独立性については、前述の通り「アベノミクスの下で日本銀行の独立性は事実上弱まっている」（高橋, 2020, p. 187）という見方もあるが、正副総裁人事を経てとのこととはいえ、2012年末の総選挙に至る局面とは事情が異なると考えるべきである。すなわち、正副総裁、審議委員については、政府が候補者を国会に提示のうえ衆参両議院の同意を経て任命されることとされている（日本銀行法第23条）。議院内閣制を採用している日本では、政権与党が議会の多数を占めるのが一般的であるため、政府と考え方が近い者が正副総裁、審議委員に任命される傾向はあろう<sup>13)</sup>。ただし、これは選挙により選ばれた議員で構成される国会が、法律が定める適正な手続きに則って承認するものであり、それ自体を非難することはできない。また、その後の異次元緩和の決定、継続は日本銀行政策委員会の決定に従って行われているが、決定の際に、政府等からの圧力が加えられ、その結果、政策委員会が意図していない政策が決定されたという証拠は見当たらない。政策委員会メンバーの変更に伴い、金融政策について政府と考え方を共有する委員が増えたり、既存の委員の一部が従来主張していた意見を変えたのも確かであるが、だからと言って直ちに独立性が侵害されたと結論付けるのは早計であろう。当然ながら、金融政策に関する政策委員会の決定が政府の意見と同じか否かによって、中央銀行の独立性の有無が判断できる訳ではない。

#### 4-3. 民主主義社会における中央銀行の独立性とは

民主主義社会において、中央銀行の独立性を確立するためには、単に法律に独立性が規定されるだけでなく、国民の理解と支持が必要である<sup>14)</sup>。理解と支持は一体のものであり、中央銀行としては、①独立性の意義に関する理解を国民に浸透させるとともに、②その意義に見合う成果をあげなければならない。独立性の意義が理解されなければ、独立性への支持は得られないし、理解されていても成果が出なければ、やはり支持は得られない。民主主義社会において、国民の支持が得られない制度が長く続くことはないと考えられるべきである。

(1) 金融政策の独立性に関する理解

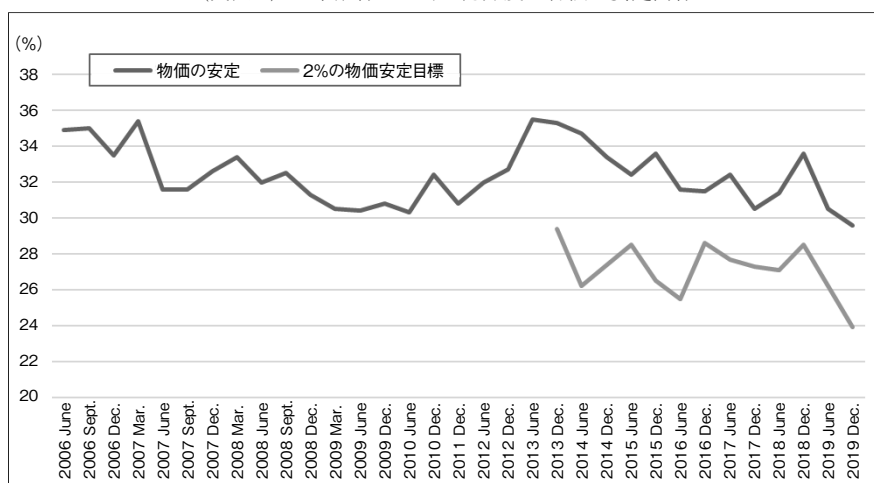
「金融政策が適切に遂行されるためには、金融政策の目的が物価安定の下での持続的成長であることについて国民の間で広く認識が共有されることが不可欠」（白川, 2008, p. 332）であり、独立性への支持もこうした国民の理解が前提となる。

日本国民は金融政策の目的をどれほど理解しているのであろうか、以下では、日本銀行が、全国の 4,000 人の個人を対象に行っている四半期ベースのアンケート調査（生活意識に関するアンケート調査）を元に確認する。

日本銀行の目的が物価の安定であることの認知度は、多少の振れはあるが、2006 年以降では概ね 30% 前半半で推移している。また、異次元緩和で設定した「2%の物価安定目標」については 3 割弱の認知度でしかない。日本銀行が物価の安定を目的に金融政策を行っていることを知らなければ、そのために独立性が必要であることも理解されていない筈である。この調査結果からは、日本銀行の独立性の必要性を正しく理解のうえ積極的に支持する国民の割合はそれほど高くないことが分かる。

新日本銀行法下で独立性が強化されたことに伴い、日本銀行はアカウントビリティ確保のために積極的に情報を発信している。また、**図表 4** で示した期間には、金融緩和が政権公約となった 2012 年 12 月の総選挙、2013 年 1 月の共同声明に至る政府とのやり取り、2014 年 4 月の異次元緩和の導入といった、

（図表 4）日本銀行の目的の認知度：物価の安定関係



（資料）日本銀行 「生活意識に関するアンケート調査」<sup>15)</sup>



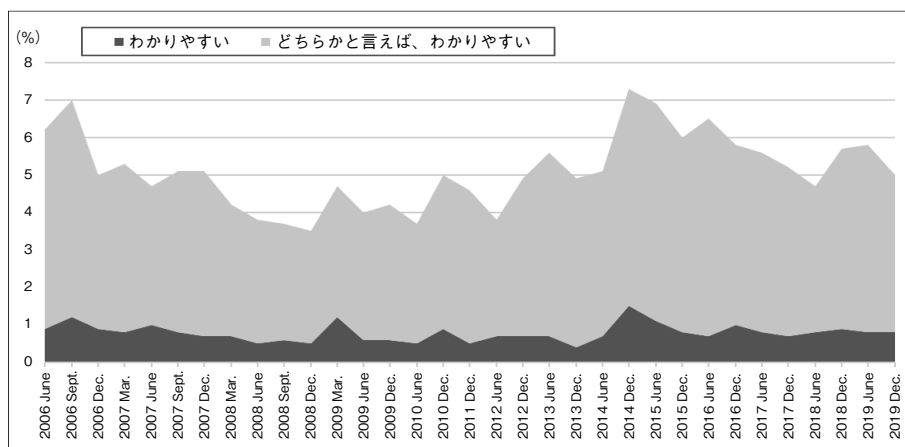
メディアに頻繁に取り上げられたイベントが発生している。こうしたイベントの際には、国民が金融政策に関する情報に接する機会がかなり多かつた筈である。それにも拘らず、日本銀行が物価の安定を目的としていることの認知度の振れは数%の範囲に収まっており、水準も低いままである。

こうした状況の要因として、日本銀行が発信している情報が国民に理解されていない可能性が考えられる。日本銀行の説明の分かりやすさに関する、アンケート調査の結果を見ると、**図表 5** の通り、「わかりやすい」と評価するのは回答者の 1%程度に過ぎず、「どちらかと言えば、わかりやすい」との評価を加えても、精々 7%程度に過ぎない。要するに、日本銀行が発信している情報は、一般の国民には殆ど理解されていない。こうした状況で、国民に日本銀行の独立性に対する支持を期待するのは難しい<sup>16)</sup>。

それでは、日本銀行が発信している情報は、どうして殆どの国民に理解されていないのであろうか。

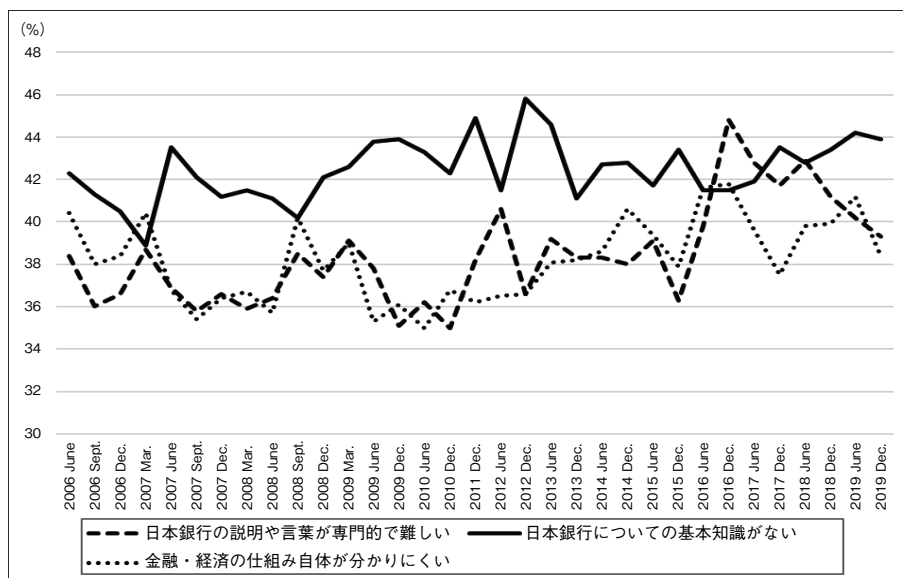
まず、現在行われている非伝統的金融政策がかなり技術的であるため、金融の素人には理解が難しいということが挙げられる。旧日銀法の時代には、一般国民が目にする金融政策は、ほぼ公定歩合の操作に限られており、上げるか下げるかの方向性および変化幅で理解することが可能であった。それに比べれば、現在の、量的・質的金融緩和、イールドカーブコントロール、マイナス金利といった政策は、素人には格段に理解し難いものといつてよいであろう。

(図表 5) 日本銀行の説明の評価 (わかりやすさ)



(資料) 日本銀行 「生活意識に関するアンケート調査」

（図表 6）日本銀行の説明が分かりにくい理由



（出所）日本銀行 生活意識に関するアンケート調査

もっとも、同じ調査で「日本銀行の説明が分かりにくい理由」を具体的に見てみると、調査ごとに多少の振れはあるが、「日本銀行に関する基本的知識がない」とする回答が、ほぼ一貫して「日本銀行の説明や言葉が専門的で難しい」とする回答を上回っている（図表 6）。

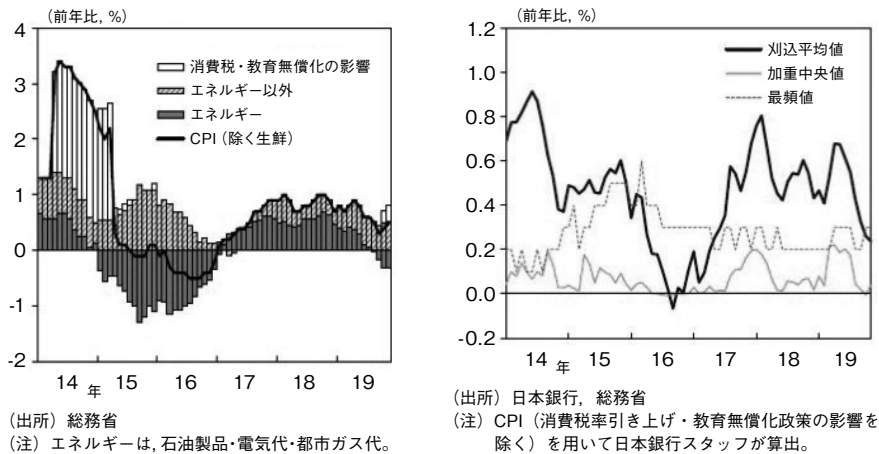
国民が、日本銀行の目的が物価の安定であり、その目的達成のために独立性が必要であることを理解するのに必要なのは、非伝統的金融政策に関する技術的な知識ではなく、「日本銀行についての基本的な知識」であろう。

上述の通り、新日本銀行法の下で、金融政策のアカウントビリティ向上に向けて、政策の背景、内容等に関するいわばプロ向けの技術的な情報の発信は大幅に拡充された。その一方で、国民一般の理解・支持を得るために必要な日本銀行の基礎的な役割に関する情報の効果的な発信には成功していない。

## (2) 「物価の安定」に関する実績

中央銀行の独立性が国民に支持されるための 2 番目の条件である「実績」をみると、図表 6 の通り、いずれのコア指標で見ても、自ら「物価安定の目標」としている消費者物価指数の前年比 2% の水準に届いておらず、十分な成

(図表 6) 日本のコア CPI の推移



(出所) 日本銀行 「経済・物価情勢の展望」2020年1月

果を挙げているとは言い難い。前掲の図表 3 と併せてみると、日米欧の主要経済圏の中で日本が物価安定目標の達成に最も苦戦していることが分かる。

前述の通り、中央銀行に独立性が認められた背景には、インフレーション・ターゲティングに基づくインフレ抑制という「実績」があった。それに較べると、足元の状況は低インフレの克服という実績を欠いている。その中で独立性を声高に訴えても、国民に対する説得力に欠けるであろう。

## 5. 中央銀行は独立性確保のために何をすれば良いのか

以上の分析から、中央銀行（日本銀行）が独立性を維持・向上させていくためには、①個々の政策に関する情報発信だけでなく、日本銀行の役割、そのために必要な仕組み等に関する国民への情報発信を強化することに加え、②物価の安定（低インフレの克服）の達成に実績を挙げることが重要と考えられる。

### 5-1. 日本銀行の役割等に関する情報発信

日本銀行の役割等に関する理解を国民に浸透させるには、一般広報を充実させるための地道な努力を続けることに尽きる。短期間のうちに目に見える効果を挙げることは難しいが、銀行協会等の業界団体や金融広報委員会等で行われている金融教育（金融経済教育）の場を一段と活用していくことが選択肢とな

ろう。もちろん、金融教育の目的は日本銀行の PR ではなく、プログラム全体の中でのバランスに適切な配慮が必要であるが、中央銀行の役割、物価安定の重要性等に関する知識・理解は、金融リテラシーの重要な要素と考えて良い筈である。

## 5-2. 物価安定に関する実績の確保

米国で 1979 年から実施された新金融調節方式の経験<sup>17)</sup>が示すように、「激しいインフレの抑制は、景気への短期的な悪影響を無視すれば可能である」（白川、2018、p. 532）。換言すれば、インフレの抑制は、独立した中央銀行が単独でも達成することができる。一方、低インフレの克服はバブル崩壊後の日本や世界金融危機後の欧米の経験に照らすと、中央銀行が単独で金融政策を通じて達成することは難しいと思われる。

日本の低インフレについては、単に景気循環に起因する負の需給ギャップだけではなく、少子高齢化、人口減少、日本企業の競争力の低下を背景とした潜在成長率の低下といった構造的な要因がベースにある。こうした問題に直接対応すべきなのは、金融政策ではなく、アベノミクス第 3 の矢である構造政策であろう。ただ、これは金融政策がこうした課題の解決に全く何の貢献も出来ないということではなく、構造改革が成果を挙げ易くするために緩和的な金融環境を整え、成果が出るまでの時間を稼ぐという貢献は出来るし、実際にそうした効果を挙げていると思われる。

要すれば、低インフレの克服に当たっては、政府と中央銀行の密接な協力が必要である。その際には、共同声明といった形で方向性を示すに止まるのではなく、政府（関係機関）と中央銀行との間で対応すべき具体的な課題に関する政策協定を結んだうえで、時限的なプロジェクトチーム (PT) を作って対応すべきではないか。もちろん、中央銀行は自らの意思でこの PT に参加する（自ら政府に PT の組成を働きかけても良い）。その上で、政府と中央銀行が協議のうえ、対応すべきタスク、役割分担、期限、スケジュールを決めて取り組む（イメージは図表 7）。また、プロジェクトの進捗状況を定期的に点検して公表するとともに、最終成果についても積み残しも含めて公表する仕組みが有効である。

このように政府と密接に協力して金融政策を行うことは中央銀行の独立性を自ら損なうことにならないであろうか。そうならない工夫は十分に可能である

(図表 7) 政府・日銀の対応のイメージ

対応すべき事象	主な対応主体	対応策
インフレ	独立した中央銀行	金融引き締め
低インフレ	政府（主） 独立した中央銀行 （サポート）	<p>政府（関係省庁）、中央銀行で構成される PT を設置</p> <p>—— PT は時限的な組織、中央銀行と政府の関係機関との合意に基づいて設置。</p> <p>—— 最初に対応すべき具体的な課題、分担、期限、スケジュールを決め、進捗状況を定期的に点検し、評価を公表する。</p> <p><b>【政府】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 構造政策：生産性向上、規制緩和等に関する具体的な課題について合意されたスケジュールに沿って対応。</li> <li>▶ 必要に応じて財政支出。</li> </ul> <p><b>【中央銀行】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 上記の構造政策に必要な期間、金融緩和、流動性供給等により取り組みをサポートする。</li> </ul>

\*筆者作成。

う。そもそも、中央銀行が自らの意思で、「経済の健全な発展」のために政府と協調することは、中央銀行の独立性と全く矛盾しない。中央銀行単独で低インフレを克服することが難しい以上、その実現のためにはむしろ積極的に政府と協調するべきである。その上で、金融政策の最終決定権限を中央銀行に留保するといった条項を明確に協定に盛り込む必要があろう。また、PT を恒久的な組織ではなく時限性を持たせることで、対応の効率性を上げるとともに、中央銀行の独立性への影響を限定する効果も期待できる。中央銀行としては、こうした対応により組織目的である「物価の安定」を通じた「国民経済の健全な発展」の実現を目指すべきである<sup>18)</sup>。

## 6. おわりに

低インフレの克服に向けた中央銀行の戦いは、多くの国で長期戦となっている。足元の新型コロナウイルスの感染拡大を受けた対応はとりあえず置くとしても、日本の異次元緩和は 7 年を経て未だ 2% の物価安定目標への到達の道が見えていないし、ユーロ圏についても金融緩和からの出口が見通し難しくなっている。超金融緩和の出口から一步を踏み出していた米国も、後戻りを余儀なくされている。

金融政策は、短期志向となりがちな政府ではなく、独立した中央銀行が中長期的な視点に基づいて担うべきとの通説は本質的には正しいと思われる。しかしながら、日本では20年を超える長期にわたって低インフレが続いている。多くの人にとって20年は十分に長期である。こうした状況で、中長期的な視点の必要性を根拠に中央銀行の独立性の意義を国民に説いても説得力はないであろう。したがって、日本銀行を始めとする中央銀行は、独立性を維持してその機能を十全に発揮するためにも実績を示す必要がある。現在、日本を始めとする先進主要国は、国によって多少の違いはあるが、共通して数多くの構造的な問題を抱えている。人口減少といった問題に経済政策で対応するのは困難だが、企業の競争力の回復、生産性の向上といった課題には関係機関の間で適切に役割分担を行ったうえで、時間をかけて取り組めば成果を挙げることが可能であろう。このような構造的な課題を克服することが中長期的に「国民経済の健全な発展」に資することは間違いない。そうだとすれば、中央銀行は自らの判断で積極的に政府の関係機関と協力することで成果を挙げていくべきである。

本稿では、日本銀行を念頭に中央銀行の独立性の評価、独立性を維持するための対応に関する私見を提示した。もっとも、例えば中央銀行の独立性を損なわない形で政府機関と協働するための具体的な仕組み等については十分に論じ切れていない。また、中央銀行の独立性の問題は、一国の統治のあり方にも関わるものであり、それを「国民経済の健全な発展に資する」形で実現していくためには、単に経済学の視点だけでは不十分である。今後、広く政治学や法学の知見も踏まえながら、研究が進められることを期待したい。

[注]

- 1) 日本銀行法改正は、1996年2月に連立与党の「金融行政をはじめとする大蔵省改革プロジェクトチーム」が発足し、大蔵省改革の検討がスタートしたことが出発点である。検討の過程でプロジェクトチームの議論が膠着する中で、「金融行政の見直しの一環として日本銀行法改正を取り上げることで局面打開を図ったことから、この問題が突然、動き出すことになった」（翁, 2013, pp. 73-74）。日本銀行法改正の経緯については、この他、上川（2014）が詳しい（pp. 37-46）。
- 2) 白川（2008）は、中央銀行の独立性については、しばしば「目的 (goal) の独立性」と「具体的な目標 (target) の独立性」もしくは「手段 (instrumental, operational) の独立性」に分けて議論されるとし、このうち「金融政策の目的」はどの国でも法律で定められており、目的（設定）の独立性を有する中央銀行はないとする（pp. 100-101）。この考えに従い、本稿で扱う中央銀行の独立性は、目標ないし手段の独立性に限定している。

- 3) 「金融政策の独立性」と、金融政策以外にも多くの業務を担う「中央銀行の独立性」とは分けて考えることが出来る。ただ、「中央銀行の独立性」を論じる場合、一般的には前者が論点となるため、本稿で扱う「中央銀行の独立性」は「金融政策の独立性」を指すものとする。
- 4) 河村 (2015) によれば、ECB の設立以前の EU 主要国中央銀行のうち、金融政策を含む機能上の法的独立性を有していたのは、ブンデスバンクのみであり、フランス銀行、イタリア銀行、スペイン銀行、BOE には独立性がなく、ベルギー国立銀行、オランダ銀行については、一定の制限された範囲で独立性が認められていたにすぎない (pp. 32-33)。
- 5) 高橋 (2019) は、「インフレーション・ターゲットの採用によって、中央銀行による金融政策は物価安定に専念することになった。また、… (略) …中央銀行は銀行監督等の「金融安定」を担うことを免れ、金融政策に専念する単目的な組織として純化された。このため、金融政策の独立性を確保することは、組織としての中央銀行の独立性を確保することを意味し、問題を単純化させた」として、1990 年代を中心に主要国でインフレーション・ターゲット政策が広まったことが、同時期に中央銀行の独立性強化の背景となったとしている (p. 2)。
- 6) 翁 (2013) は、「ユーロエリアでは通貨統合・欧州中央銀行創設に向けて、欧州各国の中央銀行制度が独立性の高いブンデスバンク型にさや寄せられていった。これを大きな契機として、中央銀行の独立性は、少なくとも先進国においてグローバル・スタンダード化していった」(p. 77) とする。
- 7) 1998 年には、これらの方針を核とした新 BOE 法が制定・施行された。BOE 法改正の経緯等については、春井. 2019. pp. 14-15, 高橋. 2020. pp. 178-179 を参照。
- 8) 多くの金融論の教科書では、中央銀行の独立性について、歴史的な経験に照らし、「金融政策には政府からインフレ的な経済運営を求める圧力がかかり易い」(福田. 2013. p. 208) とし、このため「金融政策の運営を政府から独立した中央銀行という組織の中立的・専門的な判断に任せるのが適当」(同) と解説している。
- 9) 政治学者の上川は、旧日銀法下では日本銀行の独立性が極めて低かったため、それ以上に不利な方向での法改正は考え難かったが、新日銀法では日本銀行の独立性が強化されたために、日本銀行に不利な方向で法改正を行うとの主張が現実味を持つようになったとの見方を示している (上川 (2014))。すなわち、新日銀法により独立性を確保したことが、日本銀行に対する政治的圧力を高めたとの見方である。
- 10) Goodhart (2010) は、政策金利の決定が中央銀行の最も本質的な役割ではないことの根拠として、政策金利が多くで何十年にもわたって実際には中央銀行ではなく政府によって決められてきたことを挙げている。
- 11) 白川 (2018) も、包括緩和政策の導入に当たり、リスク資産の購入拡大により、将来日本銀行が損失を被り、納付金が減少することを通じて国民負担を発生させる可能性があることを踏まえ、「民主主義社会で最終的に国民の負担につながる政策を決定するのは選挙民によって選ばれた議会のはずであり、中央銀行がそこまでの権限を行使することは許されないかもしれない」と考えたとしている (p. 398)。
- 12) 「立憲的なモデル」論は、憲法が採用する統治機構の構造の中で、中央銀行を独立行政委員会と同様に行政の枠内で法律により内閣等の統制から一定の独立性を与えられた存在と位置付ける考え方と解される。高橋 (2020) は、分権的モデルに関する解説の中で、「統治機構の中にあるが執行部から独立した組織」として裁判所に触れている (p. 174)。

このため中央銀行を三権（司法、立法、行政）と並立する第四権的なものと考えているようにも読めるが、これは憲法自体に規定がない以上、無理であろう。この点、憲法学者である曾我部は、金融政策は行政の範疇に属するとし、日本銀行が内閣から相当程度の独立性を有することから、「日本銀行についても独立行政委員会に準じる存在として位置づける必要がある」（曾我部 (2013), p. 9）とする。そのうえで、独立行政委員会に関する学説の一つとして「権力分立説」をあげ、「独立行政委員会の設置は、当該行政を行政部の専恣から分離しようとするもので、行政府に対する抑制設定という権力分立の趣旨にむしろ合致するとする見解」（同 p. 14）と紹介している。これは高橋 (2000) の「立憲的なモデル」とほぼ同じと思われる。

- 13) それでも実際には、いわゆる「ねじれ国会」の状況において、両院の同意が実現せず、総裁が空席（2008年3月20日～4月8日）となるような事態が発生している。
- 14) 白川 (2018) は、「政府や政治家もまた社会から様々なプレッシャーを受けており、その反射作用として日本銀行にプレッシャーをかけているという側面も否定できない」（p. 679）としたうえで、「日本銀行へのプレッシャーは「政治的プレッシャー」であると同時に、政治家を動かす人々の意識の反映であり、究極的には「社会的プッシュ」として理解すべき」（p. 680）としている。
- 15) 同調査は1993年以降実施されているが、本稿で利用している項目に関するデータが時系列で利用できるのは2006年以降である。
- 16) なお、同調査では、日本銀行の信頼度に関する項目もあり、そこでは、ほぼ一貫して4割強が信頼している（「信頼している」および「どちらかと言えば、信頼している」と回答している。「信頼している理由」については、4割弱が「中立の立場で政策が行われていると思うから」としており、一見すると日本銀行の独立性が支持されているようにも見える。しかしながら、本文で取り上げた調査結果と併せて考えれば、これらの回答者の多くが、日本銀行の目的を知らず説明も理解しない中で、「中立的な立場で政策が行われている」と判断していることになる。こうした状況では、日本銀行の独立性が国民から積極的に支持されているということにはならないであろう。
- 17) ボルカー議長が率いるFRBは、インフレ抑制を目的に1979年10月6日のFOMCにおいて「新金融調節方式」を導入し、操作目標を従来のFF金利から、非借入準備（Fedがオペを通じて供給する準備預金）に変更した。その結果、短期金利が大幅に上昇し、強力な金融引き締めとなった（ピーク時のFFレートは20%を超えた）。一方、消費者物価上昇率は1979年12月の12.1%から、3年後に操作目標を再びFFレートに戻す頃には、5.9%と半減し、その後も1980年代を通じて安定的に推移した。
- 18) Bernanke (2017) は、同様の論拠で中央銀行と財政当局との協調を提案している。ただし、日本の場合には構造政策が必要となるため、財政当局だけでなく、経済産業省等の産業政策を担う官庁や、地方創生の観点から地方自治を担当する総務省等との協調も必要となる可能性があるだろう。

#### 【参考文献】

- オルファニデス、アタナシオス (2018), 「中央銀行独立性の境界：非伝統的な時局からの教訓」, 『金融研究』, 第37巻第4号, 日本銀行金融研究所
- 翁 邦夫 (2013), 「日本銀行」, ちくま新書
- 上川龍之進 (2014), 「日本銀行と政治 金融政策決定の軌跡」, 中公新書



低インフレ下での中央銀行の独立性に関する一考察：日本銀行を中心に

- 唐鎌大輔 (2017), 「ECB 欧州中央銀行 組織, 戦略から銀行監督まで」, 東洋経済新報社
- 河村小百合 (2015), 「欧州中央銀行の金融政策」, 金融財政事情研究所
- 白川方明 (2008), 「現代の金融政策 理論と実際」, 日本経済新聞出版社
- (2018), 「中央銀行 セントラルバンカーの経験した 39 年」, 東洋経済
- 曾我部真裕 (2013), 「公正取引委員会の合憲性について」, 伊藤 眞・松尾 眞・山本克己・  
中川丈久・白石忠志編, 『石川 正先生古稀記念論文集 経済社会と法の役割』, 商事法務 pp. 7-35
- 高橋 亘 (2019), 「中央銀行の独立性再考：新たな環境のもとで」, 基礎研レポート, ニッセイ基礎研究所
- (2020), 「中央銀行の独立性再考」, 齊藤美彦, 高橋亘「危機対応と出口への模索 イン  
グランド銀行の戦略」, 晃洋書房 pp. 163-193
- バーナンキ, ベン S (2017), 「日本の金融政策に関する一考察」日本銀行金融研究所主催,  
2017 年国際コンファランス 「金融政策：教訓と課題」において行われた前川講演の英  
文原稿の翻訳 (日本銀行金融研究所訳)
- 春井久志 (2019), 「イングランド銀行の独立性：再考— 1998 年イングランド銀行法後の 20  
年—」, 金融構造研究 第 41 号
- 福田真一 (2013), 「金融論 市場と経済政策の有効性」, 有斐閣
- Alesina, Alberto and Summers, Lawrence H. (1993), “Central Bank Independence and  
Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence”, *Journal of Money, Credit and  
Banking* is currently published by Ohio State University Press
- Bernanke, Ben (2003), “Some Thoughts on Monetary Policy in Japan”, remarks before the Japan  
Society on Monetary Economics in Tokyo on May 41, 2003
- Fischer, Stanley (2015), “Central bank independence”, Remarks at the 2015 Herbert Stein Memorial  
Lecture National Economists Club Washington, D.C.
- Goodhart, C.A.E. (2010), “The changing role of central banks”, *BIS Working Paper Series*, No. 326

付記

本稿は、成城大学経済研究所研究第 2 部プロジェクトによる研究成果の一部である。

(たけだ・ひでとし 京都大学大学院総合生存学館特定教授)  
(ごとう・やすお 成城大学社会イノベーション学部教授)



低インフレ下での中央銀行の独立性に  
関する一考察：日本銀行を中心に

(研究報告 No. 91)

令和3年2月16日 印刷

令和3年2月22日 発行

非売品

著者 武田 英俊  
後藤 康雄

発行所 成城大学経済研究所  
〒157-8511 東京都世田谷区成城 6-1-20  
電話 03 (3482) 9187番

印刷所 株式会社博文社





