

Sylvia Maxfield,

*Gatekeepers of Growth: The International Political Economy of Central Banking in Developing Countries.*

Princeton: Princeton University Press, 1997,  
x + 187 pp.

おお ひら さとし  
大 平 哲

I はじめに

中央銀行の独立性は外国の投資家に対して自国の信認を示すためのシグナルになる。国内貯蓄だけでは経済発展を実現できない途上国は、成長のために外国資本を導入する必要がある。政治指導者は自己の手中に金融政策の権限を残すよりも中央銀行に独立性を付与するほうが、外国の投資家を自国に引きつけることを通じて経済成長を実現できるので、自分にも有利となると判断する。このようにまとめられる仮説を提唱し、具体的な途上国の経験をいくつか見ることによってその仮説の説得性を示すことが本書の課題である。開放体系で議論をしなければ途上国における中央銀行の独立性を十分に理解することができないという視点がその基礎にある。

本書は中央銀行の独立性に関するいままでの研究史を政治学・経済学の両面にわたって広範に展望しており、途上国における金融政策のありかたや開発と金融に興味を持っている者にとって必読の書と言える。以下では本書の記述に沿いながら中央銀行の独立性に関して重要な論点を整理し、次に本書に対する評者の評価を要約し、本書が経済発展における金融を考える者に推薦できる良書であることを示す。

本書は大きく次の3つの部分に分類することができる。

1. 仮説の背景：中央銀行の独立性をめぐる研究史
  - 第1章 なぜ中央銀行の独立性が問題になるのか
  - 第2章 中央銀行独立性の政治要因
2. 仮説の提示
  - 第3章 国際的な資本の流れと中央銀行独立性の政治学
  - 第4章 1990年代の中央銀行独立性
3. 仮説の吟味
  - 第5章 中央銀行当局の変化に関する政治学——タイ
  - 第6章 中央銀行当局の変化に関する政治学——メキシコ
  - 第7章 中央銀行当局の変化に関する政治学——韓国
  - 第8章 中央銀行当局の変化に関する政治学——ブラジル
  - 第9章 結論

第3章と第4章で提示される仮説を本書評では「中央銀行独立性の信認指標仮説」（以下、「信認指標仮説」と名付けることにする。著者が“investor-signaling explanation” (p. 5) と呼んでいるものをこのように表現することは不当ではあるまい。

II 研究史

第1章は、中央銀行の独立性が議論されるようになった経済史的背景を4つにまとめる。(1)ブレトンウッズ体制の崩壊によって固定相場制度が放棄され、金融政策が固定相場の維持という不胎化政策から解放され、自由度が高まったこと、(2)1970年代のスタグフレーションの進行によってインフレ抑制のために大量の失業を犠牲にしなければならなくなり、政治家が裁量的に金融政策をおこなうインセンティブが薄れたことが最初に指摘される。さらに、(3)金融の国際化によって、閉鎖体系での財政当局による国債管理政策が困難になったことが指摘される。国際化の進展によって国債が他資産と競合しなければならぬ状況になると、金融政策の権限を財政当局が手放していることを示すことによって、投資家に国

債の魅力を訴える必要がでてきた。(4)ヨーロッパにおける経済変化も中央銀行の独立性の議論に大きな影響をあたえた。通貨統合を円滑に進めるために財政当局から独立した中央銀行の必要性が叫ばれ、マーストリヒト条約でも加盟の条件に中央銀行の独立性を明記している。東欧では市場経済化が進行しており、移行段階でおきた高いインフレを収束させるために独立した金融当局が必要との認識が生まれた。また、銀行部門が民営化され市場経済ができてくるにつれて金融市場の監督者としての中央銀行の役割も期待されるようになってきている。

以上4つの経済変化に対応して、経済学の分野でも金融政策の見方が変わってきている。合理的期待革命によって金融政策の有効性に疑問が出されるようになったこと、事前と事後の最適政策が異なるという時間不整合 (time inconsistency) の問題が発見されたことの2点を著者は強調する。どちらも中央銀行のありかたを経済学者が議論するきっかけになった。時間不整合性の議論の中から、雇用量に強く配慮する政策運営がなされることによってインフレバイアスが生じるという問題が検討されるようになり、その対策をめぐって多くの論文が生まれた。一度発生すると持続性をもってしまうインフレバイアスへの対策として多くの案が提出されたが、経済学者がとくに関心を集めたもののひとつに委任 (delegation) のモデルがある。ふつうの人よりもインフレ嫌いな人物を中央銀行の総裁に任命すればインフレバイアスの程度を下げるができるというものである。この考えを実証する試みのひとつとして生まれたのが、中央銀行の独立性の議論に他ならない。中央銀行の独立性の指標はインフレ嫌いの政策スタンスがどれだけとられているかを表すのではないかというのが基本的な考え方である<sup>(注1)</sup>。1970年代の経済変化を背景にして、中央銀行独立性に関する議論が生まれた直接の発端はここにある。

第2章では、自らが提出する信認指標仮説の代替仮説となる伝統的な理論を整理する。後の議論で重要になる理論は2つある。

第1は、雇用と物価安定に対して異なる嗜好をもつグループのいずれが政治的に強くなるかを問題に

する考えである。物価安定を重視する部門と雇用安定を重視する部門間の力関係で独立性の程度が変わる。たとえば、金融部門が物価重視、労働集約産業が雇用重視という区別もあれば、(金融引締めは打撃を受けやすい) 貿易財部門が大きいかどうかを問題にすることもある。賃金交渉が集権化されている社会では、雇用を犠牲にするコストが小さいとする立場もある。政治組織や政党の性質を分析対象にするものもある。

第2の代替仮説は、法律上の中央銀行の独立性がそのまま実効上の独立性につながるという理論である。法律上の独立性の概念と実効上の独立性とは別のものと理解することができるが、法律による定義がそのまま実効上の独立性につながると考える立場も論理的には考えることができる。

以上、(1)部門間の対立が中央銀行の独立性を決めるとする考え、(2)法律上の中央銀行の位置づけがそのまま実効上の独立性につながるという考えを代替仮説として意識しながら、第3章以下で自らの信認指標仮説の優位を示す作業がおこなわれる。

### III 信認指標仮説

第3章と第4章では、著者がオリジナリティを主張している信認指標仮説が提示される。中央銀行の独立性が高いことは、その国の金融政策が将来も安定的であるとの予想を外国の投資家にもたせる。結果としてその国は外国資本の導入をしやすくなる。これが信認指標仮説の基本内容である。物価と成長という2つの目標があるときに、成長を直接目指すよりも、物価を重視した方が結果的には成長につながるという一種の逆説が生まれる。

信認指標仮説は単に信認指標の重要性を指摘するだけのものではない。どのような場合に途上国の政治家が中央銀行独立性の信認指標としての重要性を重く見るかについても検討している。論点は4つある。

第1に、外国資本導入の必要性が高ければ高いほど、途上国の政治家は中央銀行独立性を重視するようになる。

第2に、信認指標の効果をどの程度期待できるか

が、政治家に中央銀行独立性の重要性を判断させる要因になる。資本が供給過剰なときには比較的資金調達が可能なので中央銀行の独立性はいらない。また、国際間の資金の流れが直接投資によるものでないときには中央銀行の独立性はさして重要ではない。銀行貸出、ポートフォリオ投資が増加するにつれて独立性が重要になる。一般に投資家にとって投資対象の実物資産としての価値よりも、資産価値の上昇のみが重要になる金融資産としての意味合いが強くなるほど、市場に公表されている指標に敏感になると考えられる。

第3に、金融取引規制の緩和が進展しているほど中央銀行独立性の重要性が高まる。

第4に、その国の政治指導者の地位がどの程度安定的であるかも独立性に影響をあたえる。著者は中央銀行の独立性は政治家の地位が安定的であるときほど高まると主張する。

以上をまとめると、

中央銀行独立性＝外国資本導入の必要性（＋）  
＋世界市場での資金の超過供給（－）  
＋投資対象に占めるポートフォリオ投資の比率（＋）  
＋金融自由化の進展度（＋）  
＋政治家の地位の安定（＋）

となる。カッコ内の符号はそれぞれの項目が独立性にあたえる効果の方向を示している。自国の信認を示すために政治家が中央銀行に独立性の増大を認めるというだけでなく、それが以上の要因にも影響を受けると主張するのが信認仮説の内容である。

#### Ⅳ 仮説の吟味

データが十分にあるのなら、以上のようにまとめられた仮説の真偽は計量経済学的手法で判定できる。しかし、開発経済学の研究一般におけると同様に、中央銀行の独立性に関する研究に必要なデータは乏しい。そこで、著者は第5章から第8章でタイ、メキシコ、韓国、ブラジルの4カ国の経験を調べな

がら、信認指標仮説の説得性と代替仮説の不満足さを示す方針をとっている。

外貨準備の減少が著しいときや利子率が高くなっているときは、その国で外国資本が切実に必要になっているときだと考えられる。このような視点から4カ国の歴史を見ると、外国資本が必要なときほど中央銀行の独立性が増大していることを観察することができる。また、金融技術の発展とともに、投資の形態が直接投資から銀行貸出、ポートフォリオ投資へと移り、それにつれて中央銀行の独立性も増大する傾向がある。このような一般傾向に対して、世界市場で資金がだぶつくときにはどの国でも中央銀行の独立性には注意が払われなくなる。政治的安定が実現している期間に中央銀行独立性が高まる傾向があることも観察されている。このような観察事実はいずれも信認指標仮説を支持する。

信認指標仮説の正当性を示すだけでなく、著者は代替仮説だけでは中央銀行の独立性に関する各国の変化を説明することができないことを示す。部門間の対立が中央銀行の独立性をめぐる駆け引きにつながるという理論を検証しようにも、実際に各国でおきていたことは非常に複雑で、この理論が言うような単純なメカニズムを見いだすことはできないことが説明されている。また、法律上の独立性がそのまま実効上の独立性にはつながらなかった実例をいくつか示すことによって、法律上の定義を重視する理論の不満足さも示す。

第9章では、Cukiermanの指標<sup>(注2)</sup>が使える21カ国のデータを使った簡単な計量分析をおこなう。データの制約から、本来調べたい外国からの投資と中央銀行の独立性との関係ではなく、民間投資と中央銀行の独立性との関係が調査の対象になっている。期待成長率、公共投資額、対外債務額、インフレ率、民主主義度、政府介入度などの他の説明変数とのさまざまな組み合わせで、中央銀行の独立性の係数が有意になるかどうかを調べている。

#### Ⅴ 評価

本書のプラス面としてまず最初に指摘したいのは、

仮説が明示的に書かれているために、本全体の骨格がよくわかり、著者の意図が明瞭にわかるという点である。著者の文章は決して理路整然としたものではないが、中央銀行独立性の信認指標仮説の提示と吟味という本の骨格がしっかりしているために、本全体のメッセージが明確になった。

政治経済学という副題があるように、政治と経済の両面から中央銀行独立性に関する幅広い展望がおこなわれている点もいい。政治学、経済学のいずれかひとつの学問分野からだけ見るのとはちがう広がりがある。純理論的な研究とはちがいで、ここまで具体的な研究対象を見るときには視野の広さが問題を掘り下げるときに重要になることはまちがいない。

中央銀行独立性に関して興味をもった者が資料、関連文献を探すときにも大変有用である。また、途上国の特徴を考慮にいれた数少ない研究である点を高く評価すべきである。著者が指摘しているように、中央銀行独立性に関するいままでの研究は先進国中心のものだった。本書で提示されている信認指標仮説は途上国においてとくに指摘できる性質のものである。

気になる点がないわけではない。同じ趣旨の文章が不必要に繰り返される点、信認指標仮説の提示と吟味という中心線とは直接は関係のない論点に深く立ち入ってしまうため読者を混乱させる危険がある点は、本としての完成度に疑問を投げかける。仮説の検証に必ずしも成功していない点も気になる。個別国の具体的な経験を詳細に調べることを通して政治経済学的方法、および数量データを用いた計量経済学的方法の2面から仮説の検証がおこなわれるが、いずれにおいても成功しているとは言い難い。第5章から第9章まで通読しても、仮説を検証する作業というよりは、仮説を発明するにいたった研究史が書かれているような印象を受ける。

計量経済分析の結果も有意とはいえない。著者がどのような方法論に立脚して仮説の正当性を示そうとしているのか曖昧という点も気になる。政治経済

学的手法と計量経済学的手法をつかった分析は互いに補完するものであることは確かだが、著者には確立された方法論があるわけではなく、自分に都合のよい手法が恣意的に選択されているように見える。この点は本書だけの問題ではなく、政治経済学の分野全般で今後考えていかなければならない課題であろう。

以上のように問題点を指摘することもできるが、全体として本書は良書としてすすめることができる。本としてのまとまりのなさは、読者が賢明でさえあれば本質的な問題ではない。著者の表現力不足は読者の読解力で補えばよい。仮説の検証の不十分さも、本書の致命的な欠陥とは言えない。新しい仮説を提示するときに、完璧な形でその正当性を示すことは政治学、経済学のような経験科学、とくに政治経済学の分野では非常に困難である。確立された方法論をつかって証明を完成させるよりも、ある程度の説得性を示すだけで、とにかく仮説を提示し、広く多くの研究者の検討にさらした方が仮説を活かすことができる。最初から全肯定、あるいは全否定という態度では経験に密着した命題を確立することはできない。このように考えると、欠点として指摘したことは本質的な欠陥ではない。研究史を幅広く展望し、自己の仮説の提示と、おおよその検討を済ませ、開放体系下での議論の重要性を指摘した点で、本書は途上国のマクロ金融問題に興味をもつ者にとって読むに値する本である。

(注1) インフレバイアスの議論、および中央銀行の独立性に関する実証研究についてはD・ローマー著『上級マクロ経済学』堀雅博・岩成博夫・南條隆訳 日本評論社 1998年の説明が参考になる。

(注2) Alex Cukierman, Steven B. Webb and Bilin Neyapti, "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes," *World Bank Economic Review*, vol. 6, no. 3, 1992, pp. 353-398.

(慶應義塾大学経済学部専任講師)