

論文

# 政治的貨幣循環による日本銀行の独立性の検証 －日本の選挙と金融政策の分析－

清水 直樹

## Measuring the Independence of the Bank of Japan using Political Monetary Cycles: An Analysis of Elections and Monetary Policies in Japan

Naoki SHIMIZU

Abstract

This article aims to measure the independence of the Bank of Japan using political monetary cycles. Based on previous studies, there are two ways to measure central bank independence: (1) by focusing on the formal laws for central banks, and (2) by focusing on the autonomous behavior of central banks for political actors. However, in the formal approach, laws do not always have the expected effect on independence. On the other hand, the behavioral approach only analyzes observable behaviors, which means that unobservable behaviors are neglected. Contrary to previous studies, I propose a method of measuring central bank independence that is based on political monetary cycles to analyze the Bank of Japan and its monetary policies in Japan. Political monetary cycles form a theoretical model that demonstrates that elections cause monetary cycles. This implies that central banks have been pressured by governmental parties to implement expansionary monetary policies during the time of elections. According to this theoretical model, autonomous central banks do not implement expansionary monetary policies during the time of elections. On the other hand, less autonomous central banks do implement these expansionary monetary policies. This article focuses on the 1997 reform of the Bank of Japan. The 1997 reform granted extensive independence to the Bank of Japan, which was lacking before the reform. In this article, I will examine the causes of political monetary cycles both before and after the implementation of the 1997 reform. I conclude that the 1997 reform has increased the independence of the Bank of Japan.

## 1. はじめに

本稿の目的は、政治的貨幣循環によって日本の中央銀行である日本銀行の独立性を検証することである。

選挙での勝利を目指す政権党は、選挙対策のため物価の安定よりも景気対策や失業対策に熱心で、短期的な観点から金融緩和を愛好する傾向がある。一方、中央銀行は中長期的な観点から物価の安定を重視する傾向にある（田尻 1997：131-133、Cukierman 1992 など）。そのため、政府に対する独立性が低い中央銀行は、物価の安定を優先した金融政策の決定を行うことができず、インフレを引き起こしてしまう。したがって、先行研究では、中央銀行に高い独立性を付与することが物価の安定をもたらすと主張されてきた（Alesina and Summers 1993 など）。

1997年に改正（1998年に施行）される前の日本銀行法（以下「旧日本銀行法」とする）では、日本銀行の独立性は低く規定されており、金融政策の決定に際し、政府・大蔵省は日本銀行に関与することが可能であった。すなわち、大蔵大臣は日本銀行に対する監督権と業務命令権を持ち（「日本銀行ハ主務大臣之ヲ監督ス」：旧日本銀行法第42条、「日本銀行ニ対シ必要ナル業務ノ施行ヲ命ジ又ハ定款ノ変更ソノ他必要ナル事項ヲ命ズルコトヲ得」：同法第43条）、内閣・大蔵大臣は日本銀行の役員への解任権があり（「総裁及副総裁ニ付テハ内閣、理事、監事及参与ニ付テハ主務大臣之ヲ解任スルコトヲ得」：同法第47条）、大蔵大臣が任命する日本銀行管理官（大蔵省銀行局長が任命されていた）は日本銀行の業務、資産状況を監視する権限を持っていた（「主務大臣ハ特ニ日本銀行管理官ヲ置キ日本銀行ノ業務ヲ監視セシム」：同法第45条）。

1997年に改正された日本銀行法（以下「新日本銀行法」とする）では、「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」（新日本銀行法第3条）と明記され、内閣・大蔵大臣による日本銀行役員への解任権と、大蔵大臣の日本銀行に対する業務命令権が廃止されるなど、日本銀行の独立性は大きく向上した。

先進国の中央銀行に関する法律によって中央銀行の独立性を測定した Cukierman 他（1992）によれば、旧日本銀行法下での日本銀行の独立性指数は 0.18 で、先進国 21 カ国のうち 19 位であり、日本銀行の独立性は低いと評価されていた。Cukierman 他（1992）と同様の測定方法によって新日本銀行法下での日本銀行の独立性を測定した Cargill 他（2000）によれば、独立性指数は 0.39 で、先進国 21 カ国中 9 位であり、改正後の独立性は改正前よりも向上したと評価されている。

こうした研究に対して、異なる意見を提示しているのは上川（2001、2002、2005、2014）である。上川は、日本銀行の金融政策の決定過程を分析し、法的独立性が低かった 1970 年代後半から 1980 年代前半までの時期における日本銀行が政府の圧力に対して自律的な金融政策の決定を行っていたこと、逆に、日本銀行法改正によって法的独立性が高くなった時期の日本銀行が政府の圧力に屈し自律的に政策決定を行うことができなくなったことを明らかにしている。このように先行研究の間で、日本銀行の独立性や日本銀行法改正の効果については評価が分かれている。

Woolley（1985）によれば、中央銀行の独立性の測定方法には、法的独立性による測定と、政府・金融当局に対する中央銀行の自律的な行動による測定がある。Cukierman 他（1992）や Cargill 他（2000）は法的独立性による測定を用いており、上川（2001、2002、2005、2014）は中央銀行の自律的な行動による測定を用いている。

しかしながら、両方の測定方法には問題がある。法的独立性による測定は、法律で独立性を向上させたとしても、現実には政府・金融当局に対して自律的な金融政策の決定ができるとは限らない点で問題がある。また、中央銀行の自律的な行動による測定は、観察できる行動だけ、つまり報道で扱われるような政府が中央銀行に介入する事例だけを分析し、観察できない行動、すなわち報道されないレベルの介入を分析の対象外としている点で問題がある。

この2つの測定方法の他に、Alpanda and Adam（2009、2010）は、政治的貨幣循環（political monetary cycles）による測定方法を提示している。政治的貨幣循環とは、政治的景気循環（political business cycles）のバリエーションの1つである。選挙の勝利を目指す政権党は、選挙の時期に景気を良くするため、中央銀行に圧力をかけて、金融緩和を実施させようとする。政治的貨幣循環は、これによって生じる選挙のサイクルと金融緩和のサイクルの関係を理論化したものである。独立性が高い中央銀行は政治的圧力の影響を受けず、物価の安定を優先した金融政策の運営を行うことができる。それに対して、独立性が低い中央銀行は政治的圧力の影響を受けるので、選挙目的のために金融政策を決定する、すなわち、選挙の時期にあわせて金融緩和を行うことになる。Alpanda and Adam（2009、2010）は、中央銀行の独立性が低いほど政治的貨幣循環が生じやすい傾向にあることを、多国間比較の分析によって示している。

この政治的貨幣循環による測定方法は、法的独立性による測定方法と自律的な行動による測定方法を補完するものである。つまり、実際の金融政策に対する影響と報道されないレベルの介入を分析することができるので、両者の問題点をクリアできる。そこで、本稿では、政治的貨幣循環によって日本の国政選挙と金融政策を分析し、日本銀行の独立性を検証する。

本稿の構成は、次のとおりである。2では、日本銀行の独立性を測定している先行研究を検討し、先行研究が抱える問題点を示す。3では、政治的景気循環に関する先行研究、および中央銀行の独立性と政治的貨幣循環の関係を検討し、本稿の測定方法である政治的貨幣循環による中央銀行の独立性の測定方法を提示する。4では、日本銀行法改正に注目しつつ、国政選挙と金融政策のデータを分析し、日本銀行の独立性と選挙タイミングが金融政策に及ぼす影響を与えたのかを解明する。最後に5では、本稿の議論をまとめる。

## 2. 日本銀行の独立性の検討

2では、日本銀行の独立性に関する先行研究について、法的独立性によって測定している研究、政府・金融当局に対する中央銀行の自律的な行動によって測定している研究の順に検討していく。

## 2.1. 法的独立性による中央銀行の独立性の測定

法的独立性によって中央銀行の独立性を測定している代表的な研究は、Alesina (1988)、Alesina and Summers (1993)、Cukierman 他 (1992)、Grilli 他 (1991) がある。Alesina (1988) の独立性指数は、人事、予算、政策決定によって測定したシンプルなものである。それに対して Grilli 他 (1991) と Cukierman 他 (1992) は、中央銀行の政策目標が物価の安定に特化していることや財政赤字のファイナンスに自主性があることなど、包括的に測定された独立性指数となっている。そして、Alesina and Summers (1993) は、Alesina (1988) と Grilli 他 (1991) の独立性指数を平均したものである<sup>1</sup>。本稿では、包括的に独立性を測定している Grilli 他 (1991) と Cukierman 他 (1992) の独立性指数によって日本銀行の独立性を測定している研究を検討していく。

Grilli 他 (1991) は、政治的独立性と経済的独立性の基準によって OECD18 カ国における中央銀行の独立性を測定している。すなわち、①総裁が政府により任命されない、②総裁の任期が5年超、③すべての委員が政府により任命されない、④委員の任期が5年超、⑤政府代表の委員参加義務付けなし、⑥金融政策策定の政府承認の必要なし、⑦目標の1つとして通貨安定がある、⑧政府との対立の際、調整方法が法に明記されている、以上の項目について、該当する場合には1の値を付与し、その合計値である⑨を政治的独立性としている。そして、①政府への直接貸出：自動ではない、②政府への直接貸出：市場金利、③政府への直接貸出：一時的、④政府への直接貸出：量的制限あり、⑤中央銀行が国債発行市場の買い手ではない、⑥公定歩合を決定できる、⑦銀行監督権が全く付与されていない、あるいは中央銀行だけに付与されていない、以上の①から⑥の項目について該当する場合には1、⑦について銀行監督権が全く付与されていない場合は2、中央銀行だけに付与されていない場合は1の値を付与し、その合計値である⑧を経済的独立性としている。

表1は政治的独立性、表2は経済的独立性、表3は政治的独立性と経済的独立性の合計を、数値が高い順、すなわち中央銀行独立性指数が高い順から並べて順位を付けて示したものである。これによれば、旧日本銀行法での日本銀行の政治的独立性は1、経済的独立性は5で、合計した独立性指数は6であり、18カ国中12位である。特に政治的独立性が低く14位となっている。

Grilli 他 (1991) の基準にもとづいて、新日本銀行法での独立性を測定した高橋 (2000: 37) によれば、経済的独立性に変動はないが、政治的独立性は3に向上し、順位は7位に上がっている。合計した独立性指数は8、順位は8位に向上している (表1、2、3参照)<sup>2</sup>。日本銀行法改正後の日本銀行の独立性は、中央銀行の独立性が高いアメリカ、ドイツなどの上位の国には及ばないものの、オーストラリア、デンマークなど中程度の国と同等となり、改正前と比べて向上していることが確認できる。

一方、Cukierman 他 (1992) は、総裁の任免、金融政策の立案者、対立時の最終決定者、政策目標、政府への貸出、国債発行市場への参入などの基準によって測定した中央銀行の独立性指数を示している<sup>3</sup>。表4はCukierman 他 (1992) の中央銀行独立性指数を示したものである。

表1 Grilli 他の中中央銀行独立性指数：政治的独立性

順位	国	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨
1	オランダ		1		1	1	1	1	1	6
1	ドイツ		1		1	1	1	1	1	6
3	アメリカ				1	1	1	1	1	5
3	スイス		1			1	1	1	1	5
5	イタリア	1	1	1		1				4
5	カナダ	1	1					1	1	4
7	アイルランド		1				1	1		3
7	オーストラリア		1					1	1	3
7	オーストリア						1	1	1	3
7	デンマーク		1				1	1		3
	日本（新日本銀行法）						1	1	1	3
11	ギリシャ			1					1	2
11	スペイン				1	1				2
11	フランス		1		1					2
14	イギリス					1				1
14	日本（旧日本銀行法）							1		1
14	ベルギー				1					1
14	ポルトガル					1				1
18	ニュージーランド									0

出所：Grilli 他（1991）、高橋（2000）を参照し、筆者作成。

表2 Grilli 他の中中央銀行独立性指数：経済的独立性

順位	国	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧
1	アメリカ	1	1	1	1	1	1	1	7
1	カナダ	1	1	1	1		1	2	7
1	スイス		1	1	1	1	1	2	7
1	ドイツ	1	1	1	1	1	1	1	7
5	オーストラリア	1	1	1	1	1	1		6
5	オーストリア			1	1	1	1	2	6
5	ベルギー		1		1	1	1	2	6
8	イギリス	1	1	1	1		1		5
8	デンマーク		1			1	1	2	5
8	日本（旧日本銀行法）	1		1		1	1	1	5
	日本（新日本銀行法）	1		1		1	1	1	5
8	フランス				1	1	1	2	5
12	アイルランド		1	1	1		1		4
12	オランダ			1	1	1	1		4
14	スペイン			1	1			1	3
14	ニュージーランド			1	1		1		3
16	ギリシャ				1		1		2
16	ポルトガル				1		1		2
18	イタリア				1				1

出所：Grilli 他（1991）、高橋（2000）を参照し、筆者作成。

表3 Grilli 他の中央銀行独立性指数：合計

順位	国	政治的独立性	経済的独立性	合計
1	ドイツ	6	7	13
2	アメリカ	5	7	12
2	スイス	5	7	12
4	カナダ	4	7	11
5	オランダ	6	4	10
6	オーストラリア	3	6	9
6	オーストリア	3	6	9
8	デンマーク	3	5	8
	日本（新日本銀行法）	3	5	8
9	アイルランド	3	4	7
9	フランス	2	5	7
9	ベルギー	1	6	7
12	イギリス	1	5	6
12	日本（旧日本銀行法）	1	5	6
14	イタリア	4	1	5
14	スペイン	2	3	5
16	ギリシャ	2	2	4
17	ニュージーランド	0	3	3
17	ポルトガル	1	2	3

出所：Grilli 他（1991）、高橋（2000）を参照し、筆者作成。

先に述べたとおり、旧日本銀行法下での日本銀行の独立性は0.18で先進国21カ国のうち19位である。

Cukierman 他（1992）の基準にもとづいて、新日本銀行法での独立性を測定した高橋（2000：36）によれば、0.37に向上している。旧日本銀行法では、「日本銀行ハ国家経済総力ノ適切ナル發揮ヲ図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ニ任ズルヲ以テ目的トス」（第1条）、「日本銀行ハ専ラ国家目的ノ達成ヲ使命トシテ運営セラルベシ」（第2条）というように、日本銀行の目的が物価の安定に限定されておらず、Cukierman 他（1992）の基準によれば低い数値と評価されていた。新日本銀行法ではこの点が改善されている。「日本銀行は、我が国の中央銀行として、銀行券を発行するとともに、通貨及び金融の調節を行うことを目的とする」、「日本銀行は、前項に規定するもののほか、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とする」（第1条）、「日本銀行は、通貨及び金融の調節を行うに当たっては、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ことをもって、その理念とする」（第2条）というように、政策目標が物価の安定と整合的なものとして評価されている。他には、政府への無担保貸出について、旧日本銀行法では制限がなかったが、新日本銀行法では緩やかな制限がかけられた点な

どが改善されたと評価されている。

同じように新日本銀行法を測定した Cargill 他（2000）によれば、独立性指数は 0.39 となっている。表 4 によれば、0.37、0.39 という数値は、オランダに次いで 9 位である<sup>4</sup>。Grilli 他（1991）の基準と同様、日本銀行法改正後の独立性は、ドイツやスイスなど独立性が高い上位の国には及ばないが、オーストラリアなど中程度の国と同じレベルにまで向上している。

以上検討してきたように、法的独立性によって中央銀行の独立性を測定している研究によれば、旧日本銀行法での日本銀行の独立性は、他の先進国と比較してかなり低いものであると評価されていたが、改正された新日本銀行法での日本銀行の独立性は、ドイツ、アメリカなど上位のレベルまで大きく向上したわけではないが、中位のレベルには向上したと評価されている<sup>5</sup>。

表 4 Cukierman 他の中中央銀行独立性指数

順位	国	指数
1	ドイツ	0.69
2	スイス	0.64
3	オーストリア	0.61
4	デンマーク	0.50
5	アメリカ	0.48
6	カナダ	0.45
7	アイルランド	0.44
8	オランダ	0.42
	日本（新日本銀行法）	0.37 (0.39)
9	オーストラリア	0.36
10	アイスランド	0.34
11	ルクセンブルク	0.33
12	スウェーデン	0.29
13	フィンランド	0.28
14	イギリス	0.27
15	イタリア	0.25
16	ニュージーランド	0.24
16	フランス	0.24
18	スペイン	0.23
19	日本（旧日本銀行法）	0.18
20	ノルウェー	0.17
20	ベルギー	0.17

出所：Cukierman 他（1992）、Cargill 他（2000）、高橋（2000）を参照し、筆者作成。

## 2.2. 自律的な行動による中央銀行の独立性の測定

次に、政府・金融当局に対する中央銀行の自律的な行動によって独立性を測定している研究を検討する。旧日本銀行法下での日本銀行の金融政策の決定過程を分析し、日本銀行の独立性が低かったと評価している研究は、伊藤（2002）、黒木（1998a、1998b）、竹中（2004）、Grimes（2001）である。黒木（1998a）は、1960年代はじめの所得倍増計画期と1972年頃の列島改造期において、政治的圧力によって金融引き締めタイミングが遅れたことを解明している。伊藤（2002）、黒木（1998b）、竹中（2004）、Grimes（2001）は、1980年代後半、国際収支の不均衡を是正するためアメリカが日本に対して内需の拡大を要求した際、財政健全化を最優先目標とする政府・大蔵省が、財政支出の拡大を抑えるために日本銀行に圧力をかけて金融緩和政策を実行させた結果、日本銀行が長期間にわたって低金利政策を実行したことを明らかにしている。これらの研究によれば、法的独立性による研究と同じく、旧日本銀行法下における日本銀行の独立性は低かったと結論付けることができる。

それに対して上川（2001、2002、2005）、宮尾（1998）、地主（1998）は、日本銀行の行動を分析し、旧日本銀行法での日本銀行の独立性は高かったと主張している。上川（2001、2002、2005）は、1970年代後半から1990年代前半までの日本銀行の金融政策の決定過程を分析し、

旧日本銀行法下における日本銀行の独立性は高く、政治的圧力に対してかなりの程度自律的な金融政策の決定を行っていたことを明らかにしている。

宮尾（1998）は、インフレに対しては金融引き締めを実施し、財政支出に対しては金融緩和を実施しない中央銀行ほど、物価の安定という政策目標を達成し、政治的圧力に対する独立性が高いと推定し、それを検証するため1975年から1994年までのアメリカ、日本、ドイツ、フランス、イギリスの四半期半データを分析している。分析の結果、日本は特に物価の安定に関して、その独立性がドイツに次いで高いことが示されている。旧日本銀行法には物価の安定という政策目標は明記されていないものの、現実には物価の安定を達成しており、実際の独立性の程度は相対的に高かったのではないかと主張している。

地主（1998）は、政治的圧力から独立していない中央銀行ほど、高インフレに甘んじることになり、逆に、独立性の高い中央銀行ほど反インフレ政策を実施するという前提に立ち、経済成長率、インフレ率、外為レート変化率、短期金利、以上4つの政策目標に対して中央銀行がどの程度ウエイトをおいているのかを、1980年から1996年までの先進国16ヶ国の四半期半データを分析し検証している。分析の結果、日本はほぼ100%のウエイトをインフレにおいていることが示されている。法的独立性が高いドイツの場合、インフレに60%のウエイトをおいている。同じく法的独立性が高いアメリカは、インフレにほとんどウエイトをおいてない。したがって、日本は法的独立性が低いにもかかわらず、先進国の中で最も物価の安定を重視した金融政策を実施してきたと主張している。

以上の検討によれば、上川（2001、2002、2005）、地主（1998）、宮尾（1998）は、旧日本銀行法での日本銀行の独立性は高かったと評価しており、伊藤（2002）、黒木（1998a、1998b）、竹中（2004）、Grimes（2001）とは、評価が異なっている。

それでは、新日本銀行法での日本銀行の独立性はどうか。上川（2014）は、日本銀行法改正によって日本銀行の法的独立性が向上したにもかかわらず、政策決定における独立性が低下したことを明らかにしている。日本銀行法改正以降、日本銀行の金融緩和が不十分であることがデフレの原因であり、そのため日本銀行にインフレ目標の導入を含めた大規模な金融緩和の実施を求める圧力が強くなった。しかし、白川方明までの日本銀行総裁はインフレ目標を導入しようとはせず、大規模な金融緩和に踏み切らなかった。2012年12月、首相に就任した安倍晋三は、デフレ脱却のためインフレ目標の設定を含めた大胆な金融緩和を実施することを日本銀行に求めた。圧力を受けた日本銀行は、インフレ目標の導入と大規模な金融緩和を実施せざるを得なくなった。さらに、2013年3月には、リフレ論者<sup>6</sup>である黒田東彦が総裁、岩田規久男が副総裁に就任し、「異次元緩和」が導入された<sup>7</sup>。上川は日本銀行法改正以降における日本銀行の金融政策の決定過程を事例分析することにより、日本銀行の政策決定に対する独立性が低下したと結論付けている。これは、法的独立性によって中央銀行の独立性を測定している研究とは反対の結論である。

### 2.3. 先行研究による日本銀行の独立性の測定の問題点

以上の検討で確認してきたとおり、法的独立性によって測定している研究によれば、旧日本銀行法下での日本銀行の独立性は低かったと評価されており、それが改正後の新日本銀行法では向上したと評価されている。一方、自律的な行動によって独立性を測定している研究は、旧日本銀行法下での日本銀行の独立性を低かったと評価しているものもあるが、高かったと評価するものもある。新日本銀行法下での独立性について、上川（2014）は低いと評価している。このように、日本銀行の独立性や日本銀行法改正の効果については、評価が分かれている。

なぜこのように評価が分かれるのだろうか。先行研究による日本銀行の独立性の測定の問題点として、次の点を挙げることができる。第1に、法的独立性による測定の問題点として、法律で独立性を向上させたとしても、実際に中央銀行が自律的に金融政策の決定ができるとは限らない、逆に法律での独立性が低いからといって中央銀行が自律的な政策決定ができないとは限らない点を挙げるができる。この批判については、上川（2001、2002、2005、2014）、宮尾（1998）など、自律的な行動によって中央銀行の独立性を測定する研究から主張されてきた。

第2に、独立性指数作成者による条文の解釈の違い、作成者の関心や主観によって独立性の評価が異なる点を挙げるができる（藤井1996：76、89）。たとえば、旧日本銀行法では、政策目標が「日本銀行ハ国家経済総力ノ適切ナル發揮ヲ図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ニ任ズルヲ以テ目的トス」（第1条）と規定されている。Grilli 他（1991）では「通貨ノ調節」の中に物価の安定が含まれていると解釈し1点を付与しているが、Cukierman 他（1992）では物価の安定、あるいは通貨の安定という文言がこの条文の中には記されていないと解釈して0点としている。また項目ごとのウエイトについても両者で異なっており、この点でも解釈に恣意性がある（宮尾1998：133-134）。

第3に、中央銀行の自律的な行動による測定の問題点として、報道で扱われるような観察できる政治的圧力の事例だけを分析し、報道されないような観察できない政治的圧力は分析されないという点を挙げるができる。これは上川（2001、2002、2005、2014）など日本銀行の政策決定過程を事例分析することによって独立性を検討している研究に生じやすい問題である。それに対して、宮尾（1998）や地主（1998）のように、統計分析を用いることによってこの問題を回避できる。

しかしながら、第4に、宮尾（1998）や地主（1998）の方法をとったときの問題点として、中央銀行だけではなく政府もインフレ抑制や物価の安定を追求するという可能性が否定できない点を挙げるができる。宮尾（1998）や地主（1998）では、独立性の高い中央銀行ほど物価の安定を重視した政策を実施し、逆に独立性の低い中央銀行ほど物価の安定を達成できず、高インフレをもたらしやすいという前提をおいている。しかしながら、政府や政治家にとってもインフレの抑制、物価の安定は重要な課題であり、それらを追求する可能性は否定できない。また、党派の違いによってマクロ経済政策を分析している Alesina（1987）や Hibbs（1977）によれば、右派政権は失業者の減少よりもインフレの抑制を優先する緊縮的なマクロ経済政策

を実施し、左派政権はインフレの抑制よりも失業者の減少を優先する拡張的なマクロ経済政策を実施することが明らかにされている。こうした研究によれば、政府が失業対策よりもインフレ抑制政策を実施する可能性は十分に考えることができるだろう。

以上、先行研究による日本銀行の独立性の測定の問題点を検討してきた。そこで、3では、こうした問題点をクリアし、法的独立性による測定方法と自律的な行動による測定方法を補完するため、政治的貨幣循環を用いた日本銀行の独立性の測定方法を提示する。

### 3. 中央銀行の独立性と政治的貨幣循環

政治的貨幣循環は政治的景気循環のバリエーションの1つである。そこで、3では、最初に、政治的景気循環の研究、特に日本で政治的景気循環が生じているのかどうかを解明している研究を検討する。次に、中央銀行の独立性と政治的貨幣循環の関係を検討し、中央銀行の独立性をどのように検証するのかを提示する。

#### 3.1. 政治的景気循環

政治的景気循環とは、選挙のサイクルと景気循環の関係を理論化したモデルである。嚙矢は Nordhaus (1975) の研究である。Nordhaus のモデルは、次の前提にもとづいている<sup>8</sup>。

- ① 政権党は、選挙で勝利し、政権を維持することだけに関心がある。
- ② 経済には、インフレ率と失業率の間にフィリップス曲線（トレードオフ）の関係ある。政権党は経済政策をコントロールし、総需要に直接影響を与えることができる。
- ③ 有権者は現在あるいは直近の経済実績しか評価しない。
- ④ 選挙タイミングは、外生的に固定されている。

こうした仮定から、次の推論が導かれる。有権者は景気が良いときに政権党を支持し、逆に景気が悪いときには政権党を支持しない。そして、政権党は選挙の時期に拡張的な財政金融政策を実施し、景気を良くしようとする。これが Nordhaus の政治的景気循環である。

Nordhaus の政治的景気循環は、次の2つの方向で発展していった。第1は、政権党の党派を考慮に入れた党派的景気循環である (Hibbs 1977, Alesina 1987 など)。第2は、内生的な選挙タイミングを含めた、すなわち政権党が解散権を持つ政治制度を考慮に入れた政治的景気循環である。

日本では、首相が解散権を有しており、自身の都合の良いタイミングで衆議院選挙を実施することができる。戦後の衆議院選挙において、任期満了による選挙は1976年の1回だけである。また、1955年から1993年まで自民党がほぼ単独で政権を維持し続けたため政権交代がなかった。したがって、日本を対象とする研究を中心に、内生的な選挙サイクルを含めた政治的景気循環の研究が発展していくことになった。

最初に、日本で政治的景気循環が生じていることを主張したのは Inoguchi (1982)、猪口 (1983) である。日本では、官僚機構の自律性が強く、政府は経済政策を十分にコントロールできない。しかしながら、衆議院の任期は4年であるが、首相に解散権が付与されているため、首相は都合の良い時期に解散することができる。したがって、政権党（自民党）は選挙の時期に拡張的な経済政策を実施しなくても、経済状況にあわせて解散を行う、すなわち景気の波に乗ることができたと主張する。これを猪口は、「政治的波乗り（political surfing）」と呼んでいる。

この「政治的波乗り」は、Nordhaus とは異なる形の政治的景気循環である。Ito (1990) は「政治的波乗り」のことを「日和見主義（opportunism）」と呼び、Nordhaus 流の政治的景気循環、すなわち選挙の時期に政権党が拡張的な経済政策を実施することを「政策操作（manipulation）」と呼んで両者を区別している<sup>9</sup>。そして、Ito and Park (1988)、Ito (1990)、土居 (1998)、斉藤 (2010) は、日本の衆議院選挙と経済政策を分析し、日本の政権党（自民党）が「政策操作」ではなく「日和見主義」による行動をとっていることを実証し、猪口の主張を支持している。

それでは、日本の政治的景気循環は「日和見主義」と「政策操作」、どちらで説明できるのだろうか。「日和見主義」を支持する先行研究は、先に述べた Inoguchi (1982)、猪口 (1983)、Ito and Park (1988)、Ito (1990)、土居 (1998)、斉藤 (2010) などがある。一方、「政策操作」を支持する先行研究は、Cargill and Hutchinson (1991a, 1991b)、Kohno and Nishizawa (1990)、井上 (2002)、河野・西澤 (1990)、土居 (1998) などがある。たとえば、土居 (1998) は、選挙の時期が固定されている参議院選挙の時期に拡張的な財政金融政策が実施されてきたことを示している。井上 (2002) は、参議院選挙の時期に拡張的な財政政策が実施されてきたことを示し、土居 (1998) の結論を支持している。一方、選挙の時期が固定化されていない衆議院選挙の時期には、そのような政策操作が見られないことを示している。また、斉藤 (2010) は、内閣支持率を含めた危機と補償モデルを提示し、内閣支持率が低いとき、参議院選挙の時期に拡張的な財政政策を実施し、内閣支持率が高いときには拡張的な財政政策が実施されないことを明らかにしている。

以上の先行研究をまとめると、次のように整理できる。第1に、「日和見主義」で衆議院選挙を説明できること、そして、「政策操作」では説明できないことについては、見解がほぼ一致している。衆議院選挙では、政権党が選挙の時期を決めることができるため、経済状況が選挙の勝利に影響を与えるのだとすれば、「政策操作」を行うよりも、景気の良い時期に解散する方が得策だからである。したがって、先行研究の知見を踏まえると、衆議院選挙の時期に金融政策を操作する政治的貨幣循環は生じないと考えられる。

第2に、選挙タイミングが固定されている参議院選挙については、「政策操作」で説明できることが示されている。この知見を本稿の議論に適用すると、日本の参議院選挙の時期に金融政策の操作、政治的貨幣循環が生じると考えることができる。

### 3.2. 中央銀行の独立性と政治的貨幣循環の関係

次に、中央銀行の独立性の高低が政権党による金融政策の操作にどのような影響を与えるの

かについて検討し、政治的貨幣循環によって中央銀行の独立性を検証するためのポイントを示す。

政権党は選挙タイミングが固定されている場合、その選挙の時期に拡張的なマクロ経済政策を実施し、景気を良くしようとするインセンティブを持つ。政権党が政権を維持し続けるためには、選挙で勝利する必要がある、そのため景気を良くして多くの有権者から支持される必要があるからである。それに対して、中央銀行は選挙の時期に金融緩和を実施し、景気を良くしようとするインセンティブは全くない。中央銀行の総裁や副総裁は、選挙で選出されないからである。したがって、選挙タイミングが固定されている選挙の時期に中央銀行が金融緩和を実施していることが観察できた場合、その中央銀行は独立性が低いとみなすことができる。一方、選挙タイミングが固定されている選挙の時期に中央銀行が金融緩和を実施していない場合、その中央銀行は独立性が高いとみなすことができる。

日本の場合、選挙タイミングが固定されている国政選挙は参議院選挙である。そこで本稿では、参議院選挙の時期に金融緩和が実施されているかどうか、つまり政治的貨幣循環が生じているかどうかを検証する。そして、1997年の日本銀行法改正に注目し、日本銀行法改正前と改正後の期間でそれがどのように異なるのかを検証する。たとえば、旧日本銀行法の期間において、参議院選挙の時期に金融緩和が実施されている場合、旧日本銀行法下の日本銀行の独立性は低いと評価できる。逆に、その期間において、参議院選挙の時期に金融緩和が実施されていない場合、旧日本銀行法下の日本銀行の独立性は高いと評価できる。

この測定方法は、2で示した先行研究の問題点をクリアできると考える。第1に、実際に中央銀行が自律的に金融政策の決定ができているのかどうかという、実際の独立性を検証することができる。第2に、報道で扱われないような、事例で観察できないような政治的圧力を分析に含めることができる。第3に、選挙タイミングという中央銀行の政策目標とは合致しない要因を用いて独立性を判定することで、より説得力のある独立性の測定ができると考えられる。

## 4. 選挙と金融政策の分析

4では、日本銀行の独立性と選挙のタイミングが金融政策にいかなる影響を与えたのかを明らかにするため、実証分析を行う。

### 4.1. データの説明と分析方法

本稿では、1970年第1四半期から2019年第2四半期までのデータセット（単位は四半期）を作成し、分析に用いる。表5はデータの一覧とその説明についてまとめたもの、表6はデータの記述統計を示したものである。

本稿の説明変数は日本銀行の独立性と選挙タイミング、従属変数は金融政策である。金融政策を示す変数として、先行研究では、コール市場金利（Cargill and Hutchinson 1991a, 1991b）、マネーストック（土居 1998）などが用いられてきた。コール市場金利は、1995年以降、1%を

表5 分析に用いるデータの説明

変数	説明と出所
マネーストック 前期比増加率	日本銀行（2019）にある M2+CD を用いて算出した前期比増加率（％）。
マネーストック 前期比増加率の差	マネーストックの前期比増加率を1期前の前期比増加率から引いた数値。
衆議院選挙	衆議院選挙が実施された四半期に1、それ以外は0をとるダミー変数。
参議院選挙	参議院選挙が実施された四半期に1、それ以外は0をとるダミー変数。
衆議院選挙経過四半期数	前回の衆議院選挙から経過した四半期数。
参議院選挙経過四半期数	前回の参議院選挙から経過した四半期数。
旧日本銀行法	旧日本銀行法が施行されていた1998年第4四半期までに1、それ以外は0をとるダミー変数。

注：データの単位：四半期。

表6 分析に用いるデータの記述統計

変数	観測数	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
マネーストック 前期比増加率	198	1.60	1.23	1.46	-0.31	6.89
マネーストック 前期比増加率の差	198	-0.02	0.01	0.71	-2.55	1.56
衆議院選挙	198	0.08	0	0.27	0	1
衆議院選挙経過四半期数	198	6.93	7	3.98	1	16
参議院選挙	198	0.09	0	0.28	0	1
参議院選挙経過四半期数	198	6.60	7	3.48	1	13
旧日本銀行法	198	0.57	1	0.5	0	1

下回る状況が続いている。加えて、1999年以降、「ゼロ金利政策」が実施されているため、従属変数としては適切ではないと考える。マネーストックについては、前年同期比増加率と前期比増加率があるが、ダービン・ワトソン検定を行ったところ、前年同期比増加率の系列相関が強いという結果が得られた<sup>10</sup>。そこで本稿では、従属変数としてマネーストック前期比増加率を用いる。

加えて、前期比増加率を1期前の前期比増加率から引いた数値を用いる。表6によれば、前期比増加率は平均値が1.60、中央値が1.23であり、年々増加する傾向にある。前期比増加率の差をとることによって、表6のとおり、平均値と中央値が0に近い数値となる。仮に選挙の時期に金融緩和が行われているとすれば、それがわかりやすく示されることになる。したがって、前期比増加率の差を用いる。

選挙タイミングを示す変数として、衆議院選挙と参議院選挙が実施された四半期に1をとるダミー変数を用いる。日本銀行の独立性を示す説明変数として、独立性が低い時期とされる時期、すなわち旧日本銀行法が施行されていた1998年第4四半期までに1をとるダミー変数を用いる。そして、衆議院選挙ダミー変数と旧日本銀行法ダミー変数の交差項と、参議院選挙ダミー変数と旧日本銀行法ダミー変数の交差項を用いることで、日本銀行の独立性と選挙タイミングが金融政策にいかなる影響を与えていたのかを検討する。加えて、コントロール変数として、土居（1998）を参考に衆議院選挙経過四半期数、参議院選挙経過四半期数と、第1四半期、第2四半期、第3四半期のダミー変数を用いる。

従属変数であるマネーストック前期比増加率は、時系列のデータである。したがって、このデータを通常の回帰モデルによる最小自乗法で推定すると、系列相関（自己相関）の問題、すなわち統計的に有意ではない説明変数が過剰に反応し、統計的に有意になってしまう問題が生じる。そこで、先行研究、たとえば Kohno and Nishizawa（1990）、河野・西澤（1990）、土居（1998）では、階差をとった、すなわち1期前の従属変数を説明変数に投入した自己回帰モデルを設定し、それにもとづいて最小二乗法による推定を行っている。本稿では、この方法によって推定を行う。

#### 4.2. 分析結果

表7は、自己回帰モデルにもとづく最小二乗法による推定結果をまとめたものである。図1はそれをキャタピラ・プロットで示したものである。点は係数の推定値、線分は95%信頼区間を示している。モデル1は従属変数にマネーストック前期比増加率を用いたもの、2は従属変数にマネーストック前期比増加率の差を用いたものであり、表7の網かけは5%水準で統計的に有意であることを示している。

旧日本銀行法は、マネーストック前期比増加率、前期比増加率の差に対して統計的に有意な影響がない。つまり、日本銀行法改正自体は金融政策に影響を与えていない。

衆議院選挙、衆議院選挙と旧日本銀行法の交差項は、マネーストック前期比増加率、前期比増加率の差に対して統計的に有意な影響がない。したがって、衆議院選挙の時期には日本銀行の独立性に関係なく、金融政策が操作されていなかったと言える。この推定結果は、衆議院選挙では政策操作が行われたいとする先行研究の見解を支持するものである。

参議院選挙と旧日本銀行法の交差項は、統計的に有意に、前期比増加率には0.984、前期比増加率の差には1.156の正の影響がある。つまり、旧日本銀行法下における参議院選挙の時期には、（その他の変数を一定にしたとき）約1%マネーストックが増加されるくらいの金融緩和が実施されていたと言える。この推定結果から、旧日本銀行法下における日本銀行の独立性は、低かったと評価できる。

一方、参議院選挙はマネーストック前期比増加率、前期比増加率の差に対して統計的に有意な影響がない。これは、旧日本銀行法における参議院選挙の時期以外の参議院選挙、すなわち新日本銀行法下における参議院選挙の時期に金融政策が操作されていなかったことを示してい

表7 最小二乗法（自己回帰モデル）による推定結果  
 (従属変数：1 = マネーストック前期比増加率、2 = マネーストック前期比増加率の差)

説明変数	1			2		
	推定値	標準誤差	p 値	推定値	標準誤差	p 値
切片	0.282	0.165	0.089	0.198	0.170	0.246
マネーストック 前期比増加率（1 期前）	0.852	0.038	0.000			
衆議院選挙	0.039	0.259	0.880	0.029	0.269	0.914
衆議院選挙経過四半期	0.009	0.012	0.441	0.010	0.013	0.436
参議院選挙	-0.246	0.267	0.359	-0.309	0.277	0.265
参議院選挙経過四半期	-0.023	0.015	0.128	-0.019	0.016	0.212
旧日本銀行法	0.157	0.118	0.182	-0.101	0.101	0.316
衆議院選挙×旧日本銀行法	0.082	0.331	0.805	0.038	0.343	0.912
参議院選挙×旧日本銀行法	0.984	0.326	0.003	1.156	0.335	0.001
第1 四半期	0.283	0.127	0.026	0.251	0.131	0.057
第2 四半期	-0.380	0.138	0.006	-0.464	0.141	0.001
第3 四半期	-0.285	0.130	0.029	-0.304	0.134	0.025
観測数	198			198		
自由度調整済み決定係数	0.818			0.178		

注：網かけは5%水準で統計的に有意であることを示す。

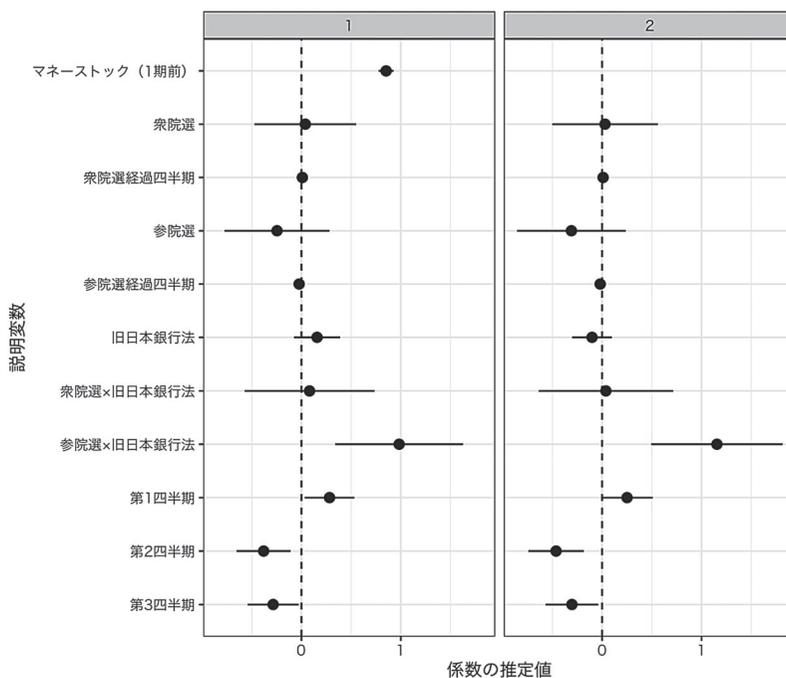


図1 最小二乗法（自己回帰モデル）による推定結果

(従属変数：1 = マネーストック前期比増加率、2 = マネーストック前期比増加率の差)

る。この推定結果から、新日本銀行法下における日本銀行の独立性は、高いと評価できる。

## 5. 結論

最後に、本稿の議論をまとめる。本稿では、政治的貨幣循環によって日本の国政選挙と金融政策のデータを分析し、日本銀行の独立性を検証してきた。検証の結果、1997年の日本銀行法改正以前における日本銀行の独立性は、低かったと評価できる。一方、日本銀行法改正以降における日本銀行の独立性は、高いと評価できる。日本銀行法改正によって日本銀行の独立性は向上した。これが本稿の主張である。

本稿の議論は、法的独立性によって日本銀行の独立性を測定してきた先行研究の主張を支持するものである。法的独立性による測定の問題点として、法律で独立性を向上させたとしても、金融政策の決定に対する独立性が向上するとは限らないという点が挙げられてきた。本稿では、国政選挙と日本銀行法の交差項が金融政策に与える影響を推定することで、日本銀行の政策決定に対する独立性を検証してきた。検証の結果、法的独立性による測定と同様の結論を得ることができ、これらの研究が抱えていた問題点を補完することができた。

また、本稿の議論によれば、旧日本銀行法下では、報道されないような、水面下での不透明な政治的圧力が数多くあった可能性を推測することができる。伊藤 (2002)、黒木 (1998a、1998b)、竹中 (2004)、Grimes (2001) は、旧日本銀行法下において、多くの政治的圧力の事例を観察してきた。それに、本稿で得た知見を加えると、旧日本銀行法での独立性は、かなり低かったのではないかと評価できる。

もちろん、上川 (2014) が論じるように、新日本銀行法下においても政府からの政治的圧力の事例が数多く観察できる。しかしながら、それは公開された、透明性が高い政府と日本銀行の関わりである。本稿の議論によれば、日本銀行法の改正は、選挙時における金融緩和のような、水面下での不透明な政府と日本銀行の関わりを減少させたのではないかと推測することができる。

民主主義国である以上、中央銀行が政府から「完全に」独立しているということはありません (上川 2005 : 182-183)。独立性の高い中央銀行であっても政府から介入されることがあるだろう。ただし、その介入は透明性が高くなければならない。なぜなら、政府の中央銀行に対する介入の是非を有権者が評価できることが、民主主義にとって大事だからである。本稿の議論によれば、日本銀行法改正は、そのような政府と日本銀行の関係の透明性を高める成果をもたらしたと言える。

(付記) 本研究は JSPS 科研費 JP19K01449 の助成を受けたものである。

## 注

- <sup>1</sup> Alesina (1988) と Alesina and Summers (1993) では、旧日本銀行法下における日本銀行の独立性が高く評価されているのに対して、Cukierman 他 (1992) は、その独立性を低く評価している。両者の評価が違う理由として藤木 (1996 : 88-89) によれば、Cukierman 他 (1992) の独立性指数では、物価の安定を独立性評価の前提としているのに対して、Alesina (1988) と Alesina and Summers (1993) の独立性指数では、そうした前提を置いていないからである。
- <sup>2</sup> Grilli 他 (1991) 以降、日本銀行だけでなく各国の中央銀行も独立性を向上させているが、表 1、2、3 は日本銀行の独立性の変化だけを示しており、他の中央銀行が独立性を向上させている点は反映していない。本稿では、1991 年当時、国際的に低いとされてきた日本銀行の独立性が、日本銀行法改正後、それをどれくらい向上させたのかを確認するため、日本銀行の独立性の変化だけを示している。Grilli 他 (1991) 以降のアップデートした各国の中央銀行独立性指数については、Arnone 他 (2006) を参照。
- <sup>3</sup> 測定方法の詳細については、Cukierman 他 (1992 : 358-359)、高橋 (2000 : 36)、藤木 (1996 : 80-82、1998 : 108-110) を参照。
- <sup>4</sup> 表 4 では、注 2 と同じ理由により日本銀行の独立性の変化だけを示しており、他の中央銀行が独立性を向上させている点は反映していない。
- <sup>5</sup> これらの他に、先進国の比較によって旧日本銀行法下における日本銀行の法的独立性を検討している研究として真淵 (1994 : 71-77) がある。真淵も旧日本銀行法での日本銀行の独立性は低いと評価している。
- <sup>6</sup> デフレ脱却のためインフレ目標の導入とそれを実現するための大規模な金融緩和の実施を主張する論者をリフレ論者という。
- <sup>7</sup> 安倍晋三内閣のアベノミクスと日本銀行の大規模な金融緩和については、清水 (2018) も参照。
- <sup>8</sup> Nordhaus の前提は、Alesina 他 1992、Cargill 他 1997、土居 1998 を参考にしてまとめた。
- <sup>9</sup> 政権党の日和見主義については、Smith (2004) の政権党と有権者の情報の非対称性にもとづくモデルや Kayser (2005) の解散を最適停止問題と捉えるモデルとして発展している。
- <sup>10</sup> マネーストックの前年同期比増加率を従属変数とした最小二乗法（自己回帰モデル）による推定でダービン・ワトソン検定を行ったが、ダービン・ワトソン比が 0.81、p 値が 0.00 であり、系列相関が強いと考えられる。一方、マネーストックの前期比増加率を従属変数とした最小二乗法（自己回帰モデル）による推定では、ダービン・ワトソン比が 2.42、p 値が 0.99 であり、系列相関が弱いと考えられるので、前期比増加率を推定に用いた。

## 参考文献

- 井上晶人. 2002. 「日本における公共投資政策と景気浮揚の選挙景気循環論的考察：LA-VAR モデルを用いて」『公共選択の研究』39: 34-41.
- 猪口孝. 1983. 『現代日本政治経済の構図：政府と市場』東洋経済新報社.
- 伊藤光利. 2002. 「長期超低金利政策の政治経済学：『現実認識』と影響力構造」村松岐夫・奥野正寛編. 『平成バブルの研究（下）形成編：バブルの発生とその背景構造』東洋経済新報社：189-272.
- 上川龍之進. 2001. 「戦後金融政策の決定：70 年代と 80 年代の日本銀行を中心に（1）・（2）完」『法学論叢』149（3）：97-117；150（3）：103-127.
- 上川龍之進. 2002. 「バブル経済と日本銀行の独立性」村松岐夫・奥野正寛編. 『平成バブルの研究（下）崩壊編：崩壊後の不況と不良債権処理』東洋経済新報社：127-191.
- 上川龍之進. 2005. 『経済政策の政治学：90 年代経済危機をもたらした「制度配置」の解明』東洋経済新報社.

- 上川龍之進. 2014. 『日本銀行と政治：金融政策決定の軌跡』中央公論新社.
- 黒木祥弘. 1998a. 「政治圧力と金融政策の独立性」三木谷良一・石垣健一編著. 『中央銀行の独立性』東洋経済新聞社：30-49.
- 黒木祥弘. 1998b. 「国際政策協調と金融政策の独立性」三木谷良一・石垣健一編著. 『中央銀行の独立性』東洋経済新聞社：50-75.
- 河野勝・西澤由隆. 1990. 「日本における選挙経済循環：総選挙と政府の財政政策」『レヴァイアサン』6：152-171.
- 斉藤淳. 2010. 『自民党長期政権の政治経済学：利益誘導政治の自己矛盾』勁草書房.
- 清水直樹. 2018. 「戦略過程」佐藤満編『政策過程論：政策科学総論入門』慈学社：156-174.
- 地主敏樹. 1998. 「中央銀行の独立性と政策行動」三木谷良一・石垣健一編著. 『中央銀行の独立性』東洋経済新聞社：148-159.
- 高橋智彦. 2000. 「改正日銀法と中央銀行の独立性」『公共選択の研究』34：31-42.
- 竹中治堅. 2004. 「バブル発生の政治経済学：1985年～1989年の金融政策：制度、選好、マクロ経済政策」『レヴァイアサン』34：91-118.
- 土居丈朗. 1998. 「日本の財政金融政策、景気循環と選挙」『東京大学経済学研究』40：29.
- 日本銀行. 2019. 「時系列統計データ検索サイト」<http://www.stat-search.boj.or.jp/> (2019年10月31日アクセス).
- 藤本裕. 1996. 「中央銀行独立性指数について」『金融研究』15 (1)：73-90.
- 藤本裕. 1998. 『金融市場と中央銀行』東洋経済新報社.
- 真淵勝. 1994. 『大蔵省統制の政治経済学』中央公論新社.
- 宮尾龍蔵. 1998. 「先進国における独立性指数の再検証」三木谷良一・石垣健一編著. 『中央銀行の独立性』東洋経済新聞社：129-147.
- Alesina, Alberto. 1987. "Macroeconomic Policy in a Two-Party as Repeated Game." *Quarterly Journal of Economics* 102: 651-678.
- Alesina, Alberto. 1988. "Macroeconomics and Politics." *NBER Macroeconomics Annual 1988* 3: 13 -62.
- Alesina, Alberto, Gerald D. Cohen, and Nouriel Roubini. 1992. "Macroeconomic Policy and Elections in OECD Economies." *Economics and Politics* 4 (1): 1-30.
- Alesina, Alberto, and Larry Summers. 1993. "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence." *Journal of Money, Credit, and Banking* 25 (2): 151-62.
- Alpanda, Sami, and Adam Honig. 2009. "The Impact of Central Bank Independence on Political Monetary Cycles in Advanced and Developing Nations." *Journal of Money, Credit, and Banking* 41 (7): 1365-1389.
- Alpanda, Sami, and Adam Honig. 2010. "Political Monetary Cycles and a De Facto Ranking of Central Bank Independence." *Journal of International Money and Finance* 29 (6): 1003-1023.
- Arnone, Marco, Bernard J. Laurens, and Jean-François Segalotto. 2006. "Measures of Central Bank Autonomy: Empirical Evidence for OECD, Developing, and Emerging Market Economies." *IMF Working Paper* WP/06/228.
- Cargill, Thomas F., and Michael M. Hutchinson. 1991a. "Political Business Cycles with Endogenous Election Timing: Evidence from Japan." *The Review of Economics and Statistics* 73: 733-739.
- Cargill, Thomas F., and Michael M. Hutchison. 1991b. "The Bank of Japan's Response to Elections." *Journal of the Japanese and International Economies* 5 (2): 120-139.

- Cargill, Thomas F., Michael M. Hutchison, and Takatoshi Ito. 1997. *The Political Economy of Japanese Monetary Policy*. Cambridge: MIT Press (北村行伸監訳・後藤康雄・妹尾美起訳. 2002. 『金融政策の政治経済学（上）：戦後日本の金融政策の検証』東洋経済新報社).
- Cargill, Thomas F., Michael M. Hutchison, and Takatoshi Ito. 2000. *Financial Policy and Central Banking in Japan*. Cambridge: MIT Press (北村行伸監訳・妹尾美起・谷本和代訳. 2002. 『金融政策の政治経済学（下）：日本の金融政策と中央銀行制度』東洋経済新報社).
- Cukierman, Alex. 1992. *Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence*. Cambridge: MIT Press.
- Cukierman, Alex, Steven B. Webb, and Bilin Neyapti. 1992. "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes." *World Bank Economic Review* 6 (3): 353-398.
- Grilli, Vittorio, Donato Masciandaro, and Guido Tabellini. 1991. "Political and Monetary Institutions and Public Finance Policies in the Industrial Countries." *Economic Policy* 6 (2): 341-392.
- Grimes, William W. 2001. *Unmaking the Japanese Miracle: Macroeconomic Politics, 1985-2000*. Ithaca: Cornell University Press (太田越監訳・大和銀行総合研究所訳. 2002. 『日本経済 失敗の構造』東洋経済新報社).
- Hibbs, Douglas A., Jr. 1977. "Political Parties and Macroeconomic Policy." *American Political Science Review* 71 (4): 1467-1487.
- Inoguchi, Takashi. 1982. "Explaining and Predicting Japanese General Elections, 1960-1980." *Journal of Japanese Studies* 7: 285-318.
- Ito, Takatoshi. 1990. "The Timing of Elections and Political Business Cycles in Japan." *Journal of Asian Economics* 1 (1): 135-56.
- Ito, Takatoshi, and Jin Hyuk Park. 1988. "Political Business Cycles in the Parliamentary System." *Economics Letters* 27 (3): 233-38.
- Kayser, Mark Andreas. 2005. "Who Surfs, Who Manipulates? The Determinants of Opportunistic Election Timing and Electorally Motivated Economic Intervention." *American Political Science Review* 99 (1): 17-27.
- Kohno, Masaru, and Yoshitaka Nishizawa. 1990. "A Study of the Electoral Business Cycle in Japan: Elections and Government Spending on Public Construction." *Comparative politics* 22 (2): 151-166.
- Nordhaus, William D. 1975. "The Political Business Cycle," *Review of Economic Studies* 42: 169-190.
- Smith, Alastair. 2004. *Election Timing*. New York: Cambridge University Press.
- Woolley, John T. 1985. "Central Banks and Inflation." In Leon N. Lindberg, and Charles S. Maier. eds. *The Politics of Inflation and Economic Stagnation: Theoretical Approaches and International Case Studies*. Washington D.C.: Brookings Institution: 318-348.

