

# IMES DISCUSSION PAPER SERIES

## ゼロ金利下の金融政策 中央銀行エコノミストの視点

おきな くにお しらつかしげのり ふじき ひろし  
翁 邦雄・白塚重典・藤木 裕

Discussion Paper No. 2000-J-10

# IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES  
BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8630 東京中央郵便局私書箱 30 号

**備考：** 日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、論文の内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

**ゼロ金利下の金融政策  
中央銀行エコノミストの視点**

翁 邦雄\*・白塚重典\*\*・藤木 裕\*\*\*

**要旨**

ゼロ金利の下での金融政策の運営を巡っては、内外から様々な政策提言が寄せられている。本稿では、これらの政策提言を念頭においてゼロ金利下の金融政策運営の選択肢について検討する。このため、まず、99年2月以降のゼロ金利下の金融政策の運営枠組みとその効果波及メカニズムを整理する。次に、ゼロ金利固有の問題を踏まえつつ、今後の経済シナリオに応じてどのような政策オプションがあるか、またそうした政策オプションをとる上でのリスクは何か、そして、そのリスクは経済情勢に応じてどのように変わり得るか、といった点を議論する。その上で、今後のわが国の金融政策を効果的・効率的なものとするために必要な金融政策運営の中・長期的「スタイル」について検討する。

**キーワード：ゼロ金利政策、量的緩和、長期国債買い切りオペ、デフレ懸念の払拭、金融政策のスタイル**

\* 日本銀行金融研究所長（E-Mail: kunio.okina@boj.or.jp）

\*\* 日本銀行金融研究所研究第1課調査役（E-Mail: shigenori.shiratsuka@boj.or.jp）

\*\*\* 日本銀行金融研究所研究第1課兼金融市場局金融市場課調査役（E-Mail: hiroshi.fujiki@boj.or.jp）

## 目 次

1 . はじめに .....	1
2 . ゼロ金利政策の運営 .....	2
( 1 ) ゼロ金利政策の構成要素 .....	3
( 2 ) ゼロ金利政策下での量的緩和効果 .....	6
( 3 ) 通常オペレーションの効果と限界 .....	8
3 . ゼロ金利解除に向けての論議 .....	10
( 1 ) ゼロ金利解除の判断基準 .....	10
( 2 ) 判断基準の定量化の可能性：メリットとリスクの比較考量 .....	11
4 . ゼロ金利下の追加的金融緩和政策オプションへの知見 .....	14
( 1 ) 追加的緩和策の理論的整理 .....	14
( 2 ) 海外の論者の具体的政策提言 .....	17
( 3 ) わが国論者の具体的政策提言 .....	18
( 4 ) 政策オプションの検討の方向性 .....	20
5 . 長期国債買い切りオペの波及メカニズム .....	20
( 1 ) 非代替的な金融資産を交換するオペの効果 .....	21
( 2 ) 長期国債買い切りオペの実効性を高めるための条件 .....	23
6 . 長期国債買い切りオペに対する 2 つの考え方 .....	24
( 1 ) マイルドな長期国債買い切りオペ .....	26
イ . 具体的な実践策とその効果 .....	26
ロ . リスクないし副作用 .....	27
( 2 ) アグレッシブな長期国債買い切りオペ .....	28
イ . 具体的な実践策とその効果 .....	28
ロ . リスクないし副作用 .....	29
( 3 ) オペの規模と中央銀行のキャピタル・ロス .....	31
7 . 長期国債買い切りオペの現実妥当性 .....	35
( 1 ) 2 つの長期国債買い切りオペの考え方の評価 .....	35
イ . マイルドな長期国債買い切りオペの評価 .....	35
ロ . アグレッシブな長期国債買い切りオペの評価 .....	36
( 2 ) 長期国債買い切りオペの財政負担 .....	37
8 . 金融政策運営の「スタイル」 .....	39
( 1 ) 金融政策のスタイル .....	39
( 2 ) スタイルの現実的な選択肢 .....	40
( 3 ) わが国金融政策のスタイル検討の方向性 .....	42
9 . まとめ .....	43
補論 . 長期国債買い切りオペの効果についてのグッドフレンドの議論 .....	45

## 1. はじめに

日本銀行の金融政策の目的は、物価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にある。これは日本銀行法によって明確に与えられた日本銀行へのマンデートであり<sup>1</sup>、この点については異論の余地がない。しかしながら、それをどう実践していくか、という点については、有識者の間でも様々な意見がみられる。

本稿は、政策当局スタッフの観点から、今後ありうべき金融政策オプションについて検討する。様々な政策オプションの選択に当たっては、効果とリスク・副作用の比較考量が基本的な視点であり、その結果は、経済情勢によって大きく異なり得る。

今後、日本銀行が直面し得る経済情勢のシナリオには、当然のことながらダウンサイドとアップサイドの2通りのシナリオがある。上記の観点からは、その各々の状況の下で各政策オプションの効果とリスク・副作用を比較考量することが重要になる<sup>2</sup>。

本稿執筆時点で公表されている2000年入り後の政策委員会・金融政策決定会合の議事録要旨では多くの部分がゼロ金利政策解除の基準である「デフレ懸念の払拭が展望できる情勢」にあるかどうか、という点に費やされており、現時点での回復基調が維持されれば、今後の金融政策決定会合ではこの問題が中心的な検討課題になる可能性が極めて高いと思われる。

しかしながら、本稿では、今後の経済情勢について、2つのシナリオの蓋然性を比較する、といった景気判断自体には立ち入らず、多くの紙幅をゼロ金利下の追加的金融緩和策に割いている。その1つの理由は、それが理論的

---

<sup>1</sup> 「日本銀行は、通貨およ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」(日本銀行法第2条)。

<sup>2</sup> 1999年12月17日に開催された金融政策決定会合の議事要旨では、ある委員が今後の金融政策運営の方向性を巡る議論を総括するかたちで「来年[2000年]の政策運営は『複線で』考えることが必要」とし、「具体的には、(1)内需の力が途絶えて再びデフレ圧力が高まったり、米国経済・株価の大きな調整など外生的なショックに見舞われた場合の対応などを引き続き念頭においておく必要がある、(2)同時に2、経済の改善傾向が続いていけば、現在の極端な金融緩和策については、経済実態との整合性という観点に十分目配りした上で、適切な判断を行っていく必要がある」と述べたとされている。

に興味深い問題を提起している、ということである。また、もう1つの理由として、仮に現時点での景気回復の蓋然性が極めて高いとしても、今後、例えば大きな外的ショックなどによって追加的金融緩和が主要な検討課題になる可能性がないとは言い切れないことも挙げられる。不幸にしてこうした事態に直面した場合、日本は既にゼロ金利という極めて異例な金融政策状況におかれているだけに、こうした状況の下での追加的な金融緩和策についても、それが理論的にどのような効果波及経路とリスクないし副作用を持つのかについて検討しておくことは有益であろう。

そこで以下では、まず、2節において現状のゼロ金利における金融政策の特色を述べる。次に、3節で、今後、景気が好転した場合に、如何にしてスムーズなゼロ金利解除を進めるべきか、という論点について議論する。ついで4節でゼロ金利下の追加的金融緩和政策を巡る最近の知見を整理した後、5~7節において、ゼロ金利下で景気が大きく悪化したときの対処として、わが国の最も多くの論者が主張している長期国債買い切りオペについてやや詳しく検討する。その上で、8節で今後の金融政策運営をより効果的で副作用の小さいものとしていく上で、金融政策の「スタイル」の確立が重要であることを主張する。

なお、言うまでもなく、日本銀行の金融政策は、金融政策決定会合において、多様な意見を持つ政策委員の多数決によって方針が決定されるものである。本稿は、こうした「日本銀行の集合的意思」である実際の方針について説明するものではない。あくまで、筆者達の観点からゼロ金利政策の運営を巡る論点整理を試みたものである。当然に、本稿で示された意見等は筆者達の個人的な見解であり、日本銀行の公式見解を示すものではない。

## 2．ゼロ金利政策の運営

以下では、1999年2月以降とられているゼロ金利政策は、どのような特色を有しているか整理する。

## (1) ゼロ金利政策の構成要素

日本銀行は、1999年2月、先行きデフレ圧力が高まる可能性に対処し、景気悪化への歯止めをより確実にするため<sup>3</sup>、「豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コール（オーバーナイト金利）を、できるだけ低めに推移するように促す」<sup>4</sup>、いわゆる「ゼロ金利政策」を実施した。更に、同年4月には、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで」ゼロ金利政策にコミットすることを公表した。これは、市場の期待形成に働き掛けオーバーナイト金利からターム物金利までを低位に安定させることを企図したものであったと考えられる<sup>5</sup>。こうした中で、日本銀行の直接の誘導目標である無担保コールレートは、1999年4月以降、実質ゼロ%の水準で安定的に推移している（図表1）。

政策運営の枠組みとしての「ゼロ金利政策」の構成要素としては、コールレートの実質ゼロへの誘導とゼロ金利政策への「デフレ懸念払拭まで」のコミットメントの2つが重要な柱であると考えられる。これは、ゼロ金利政策の効果には、「量」と「時間軸」の2つの側面がともに重要であることを意味している。

まず、ゼロ金利政策の量的側面に注目すると、1999年春以降における日本銀行の金融政策運営では、日々、所要準備（金融機関が法律により保有を義務付けられている支払準備で、日本銀行に対する預金の形をとり、現在4兆円弱）を約1兆円ほど上回る大量の資金供給を行うことにより、コールレートを事実上ゼロで推移させている。すなわち、ゼロ金利政策は、金利が

---

<sup>3</sup> 1999年2月12日の発表文では、政策変更に踏み切った背景となる金融経済情勢について、「企業や消費者の心理は依然慎重なものにとどまっており、民間経済活動が停滞が続いている」こと、「長期金利が大幅に上昇し、為替相場も円高気味の展開が続いている」ことを指摘している。

<sup>4</sup> なお、ゼロ金利政策が採択された当初（1999年9月21日の金融政策決定会合まで）は「短期金融市場に混乱の生じないように、その機能の維持に十分配慮しつつ」と附記した上で「より潤沢な資金供給を行い」とされていたが、1999年10月13日の金融政策決定会合において、この附記を当初は妥当であったが現状では不自然になったとして削除したほか、ゼロ金利政策の内容と狙いをより明確にアナウンスするため本文の表現に修正した。

<sup>5</sup> 速水日本銀行総裁は、1999年4月13日の定例記者会見において、「デフレ懸念の払拭ということが展望できるような情勢になるまでは、市場の機能に配慮しつつ、無担保コール・オーバーナイトレートを事実上ゼロ%で推移させ、そのために必要な流動性を供給していく現在の政策を続けていくことになると思っています」と述べている。

ゼロに低下してしまうまで資金を豊富に供給する政策であると言える。言い換えると、ゼロ金利政策を実行するためには、短期市場金利をゼロまで下げたため、短期の資金需要については、全てこれを満たすように中央銀行が資金を供給する必要があることになる。

これによって、短期金融市場には以下のような形で資金が豊富に供給されている。まず、日本銀行が供給している余剰資金約 1 兆円のうち 7 割前後は、本来資金を保有しておく必要がない短資会社等の日本銀行当座預金となっている（図表 2）。これは、金融機関が流動性の面での不安を感じるこがなくなり、超過準備を保有する動機が低下しているため、多めに供給した資金のかなりの部分が、市場に残っているものと理解できる。もう 1 つの現象は、1999 年夏頃からオペの「札割れ」と呼ばれる現象が頻発するようになったことが挙げられる。これは、日本銀行が資金供給オペをオファーしたときに、金融機関からの応募金額がオファー額に達しない状況のことを指す。つまり、日本銀行がほぼゼロ金利で資金を供給しようとしても、金融機関はそれに全額まで応じようとしなくなっていることを意味している。

ただし、1999 年末越えには Y2K 問題への対応のため、超過準備に対する需要が盛り上り、ゼロ金利を維持するため、これに見合った資金が供給された。従って、何らかの理由で金融機関から準備需要が発生した場合には、ゼロ金利政策を維持していくことによって、こうした動きは自動的にサポートされていくと考えられる。しかし、Y2K 問題により流動性リスクが高まった特殊な状況においては大規模な超過準備需要が発生した（前掲図表 2）ものの、その前後ではオペ札割れが生じており、Y2K といった要因が問題とならないような状況では、民間金融機関の超過準備に対する需要は欠如していることが見て取れる。

もう 1 つの「時間軸」の方向からゼロ金利政策の効果を考える上では、3 ヶ月物、6 ヶ月物、1 年物といったターム物金利や長期金利の動きがポイントになる。これらの期間の長い金利の決まり方については、日本銀行が「今どれだけ多く」の資金を供給するかという「量」よりも、現在のような資金供給を「いつまで」続けるのかという「時間軸」が極めて重要になる。

その背景となるのは、金利決定に関する「期待理論」と呼ばれる一連の考

え方である。特に、最もシンプルな純粋期待理論では、期間の長い金利は、基本的には、将来の短期金利に関する市場の予想を合成したものに等しくなる。例えば、1年物金利であれば、現在から1年後までオーバーナイト金利がどう推移するか、ということに関する市場の予想から決まってくる。より現実を反映した一般的な定式化では、期間の長い金利は、対応する期間の短期金利の予想値に、ターム・プレミアム（不確実性に伴うリスクへの対価や市場参加者の選好を反映したプレミアム）を加えたものとなる。この場合にも、こうしたプレミアムが一定であれば、ターム物金利は短期金利の期待動向を反映して変化することになる。

もっとも、経済情勢は刻々と変化するため、中央銀行は、経済や物価の動向と無関係に一定の期間にわたって絶対に金利を変えないと宣言することはできない。日本銀行は、具体的な期間ではなく、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで」というゼロ金利政策解除のための条件を明らかにする方法を採用している。実際には、このアナウンスメントの下で、ターム物金利は、極めて低い水準にまで低下している（前出図表1）。短期国債の金利（2000年2月末の時点）をみると、3ヶ月物が0.04%、1年物でも0.12%程度とゼロに近い水準となっている。また、こうした短期金利の低下は、上記の期待理論が前提とする市場間の裁定機能を通じて、より中長期の金利のアンカーとしても作用していると考えられる。このように、その継続性に関する宣言を含むゼロ金利政策は、これまでのところ金融緩和効果をイールドカーブ全体に浸透させ、緩和効果を強める上で、極めて有効であったと評価できよう。

ところで、ゼロ金利下の金融政策についても、実体経済の動向を慎重に見極めつつフォワード・ルッキングな観点から政策判断を行うことが重要であるのは通常の金融政策の場合と同じである。この点、ゼロ金利政策の下では、景気が悪化すればゼロ金利解除は先に延びると市場参加者が判断し、長期金利が低下すると同時にイールドカーブもフラット化し、緩和効果は強まる。逆に、景気が好転すればゼロ金利解除は早まると市場参加者が判断し、長期金利が上昇するとともに、イールドカーブはスティープ化し、緩和効果にはブ

レーキが効きはじめる<sup>6</sup>。

こうした市場参加者の判断に資するため、毎回の金融政策決定会合では、必ずデフレ懸念についての討議が行われ、金融経済月報や議事要旨でその判断が示されてきている。つまり、現在の政策は、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで」という時間軸を示すことを通じ、市場参加者の期待も加味してゼロ金利の下でフォワード・ルッキングに金融政策を運営していく枠組みと理解することもできよう<sup>7</sup>。

## (2) ゼロ金利政策下での量的緩和効果

インフレーションがマネタリーな現象である以上、デフレ圧力に対抗するにはマネーサプライの伸び率をある程度の水準に維持することが必要になる。そのためには十分金利を低下させ、必要なマネタリーベースを供給すべきことは当然であろう。その意味で、デフレ的な圧力下では、物価安定を達成するために必要なマネーサプライを実現させる必要があり、そのためには潤沢にマネタリーベースを供給すべき、という指摘は一定の妥当性を有している。

しかし、ここでの大きな問題は、仮に、マネーサプライを現状より更に伸ばすことが望ましいと判断された場合であっても、アクセルを踏み込めば車が加速するように、マネタリーベースを注入すればマネーサプライが増えるのか、という点にある。車でもトランスミッションが壊れていればアクセルを踏んでも効き目が無いように、マネーサプライの伸びに対する大きな制約要因がマネタリーベースでない場合には、マネタリーベースを潤沢に供給し、銀行の調達コストをゼロ近傍にまで下げても、マネーサプライの伸び率はそれほど高まらないかもしれない。

---

<sup>6</sup> なお、デフレショックの要因によっては、ゼロ金利政策の枠組みの中で、オペ手段の多様化によって、追加的な金融緩和効果を狙うことも可能である。例えば、1998年秋のように、経済へのデフレインパクトが金融システムへのショックに起因するものである場合には、流動性に対する懸念の高まりがその背後にあるため、中央銀行は、CPオペ、社債オペ等によって、信用リスクそのものを引き受けなくても、金融システムに対して流動性を保証するといった対応策をとることも考えられる。

<sup>7</sup> 植田 [1999, 2000]を参照。ただし、フォワードルッキングな金融政策運営と、過去の経験則に則る経済構造を前提にした予測を用いた機械的な政策運営とは、経済に起こる不断の構造変化を念頭におくと、必ずしも一致しない。後述の Greenspan [1997]に関する議論を参照のこと。

今、マネーサプライ水準を実体経済活動水準と対比する意味で、M2+CD およびマネタリーベースに関するマーシャルの  $k$  (=M2+CD あるいはマネタリーベース / 名目 GDP) をトレンド値 (バブル生成・崩壊期を以前の 1970 年から 1986 年までの長期時系列で算出したもの) を基準にチェックしてみると (図表 3 上段・中段)、マーシャルの  $k$  のトレンドからの乖離は、マネタリーベースでは 1992 年以降一貫して拡大しているのに対し、M2+CD では 1992 年から 1996 年ぐらいは概ね横這い圏内の動きを示したほか、1997 年にはトレンド近傍まで一旦低下している<sup>8</sup>。こうした両者の動きの違いには、金融仲介システムの機能低下により、金融緩和による金利低下・マネタリーベース供給拡大の効果が減殺されていることを反映している可能性がある。こうした中、信用乗数が大きく低下している (図表 3 下段)<sup>9</sup>。

この間、これまで歴史的にマネーの伸びの主役であった銀行貸出が伸び悩み、銀行は貸出の代わりに国債やその他の資産を買う形でマネーを伸ばしてきている (図表 4)。歴史的に主役であった銀行貸出拡大の制約要因としては、例えば、銀行の自己資本が不良債権の発生で毀損されていることが銀行のリスク・テイクを妨げていたり、利益を生む優良プロジェクトが不足していたり、優良プロジェクトを抱えている企業の多くが他のプロジェクトによる債務に苦しんでいて資金を借りられない (借りられても、まず失敗したプロジェクトの借金を返さねばならない) といった問題が考えられる。これらの問題を抱えている場合には、マネタリーベース供給の貸出に対する拡張的な作用は働きにくい。この場合、日本銀行がいくら「量的緩和」のアクセルを踏んだところで、貸出によるマネーの増加にはなかなか繋がらない。

---

<sup>8</sup> 1986 年までのデータを 1 つの目途にしている理由は、1987 年以降、わが国のバブル期がはじまった、ということ念頭においているからである。なお、ここで、名目金利のマーシャルの  $k$  と信用乗数に与える影響はちょうどキャンセルされると仮定した。

<sup>9</sup> ただし、信用乗数は家計の資産選択を反映するパラメータであるので、金利が低下すれば銀行券保有の機会費用が小さくなるため、マネーサプライに占める銀行券の比率が高まり、信用乗数は低下する。1999 年中の信用乗数の低下も、ゼロ金利政策の採用によるマネタリーベースの余剰を反映した部分が大きいと考えられる。実際、金融システム不安は 1997 年から 1998 年に大きく高まったが、その後、公的資金投入策を含む政策対応がとられた結果、1999 年に入ってから沈静化しており、金融仲介機能の低下は一服している。従って、信用乗数と銀行の金融仲介機能を直結させて考えるのはミスリーディングである。

### (3) 通常のオペレーションの効果と限界

上述のような量的緩和の限界を巡る考え方に対しては、マネタリーベースの供給の金融緩和効果が他の条件で制約されていれば、更に大量のマネタリーベースを注ぎ込めばよいのでは、という素朴な疑問があり得よう。しかし、金利が下限に到達したゼロ金利政策の下では通常のコペレーションによる量的緩和効果も原理的にはゼロになる。この点は、金融資産間の代替性という観点から議論できる。

これは、ゼロ金利政策の下では、中央銀行は短期金利がゼロに低下するまでリザーブを供給するため、短期国債とマネタリーベースとはほぼ完全に代替的（保有者にとって両者はほぼ無差別）になっていることによる。この場合には、短期国債とマネーを交換する通常のコペレーション操作は、資産市場の一般均衡モデルで、ほぼ完全に代替的な2つの資産を入れ替えることに相当するため均衡に影響を与えない。従って、「ゼロ金利の下では」短期国債コペによる量的緩和は効果がないということになる<sup>10</sup>。

為替介入の不胎化と非不胎化の区別についても同様の議論が成り立つ。金融緩和を強化するために、為替介入を非不胎化すべき、という議論はしばしば提起されるが、この議論は実務的のみならずゼロ金利政策下では（期待への一時的影響を除けば）理論的にも無意味である<sup>11</sup>。

まず実務的問題から説明すると、為替介入金額は、大規模介入が話題になった榊原財務官時代においてさえも月間1~3兆円と推測され、日々数兆円が出入りする金融市場全体の資金の動きや2000年問題に伴う50兆円近い日本銀行の資金供給規模と比べると微々たるものに過ぎず、介入額だけを取り出して不胎化・非不胎化を論ずることには意味がない。加えて、日本では為替介入が大蔵省の所管であり、介入額は事後的にも全く公表されないとのポリシーがとられているため、代理人である日本銀行がその実態を勝手にディスクロージャーすることはできず、従って、非不胎化をアナウンスすると

---

<sup>10</sup> なお、こうした状況であっても、中央銀行が短期金融資産を用いたオペレーションの決済日までのラグを短くする、といった努力は当然行われている。その意味で、オペレーションの効率性自体は不断に向上し得る。

<sup>11</sup> 為替介入の非不胎化・不胎化を巡る実務的な論点については、翁・白塚 [2000]を参照。

言っても、実際に何を行っているのか日本銀行は全くアカウンタブルであり得ない。

しかし、ゼロ金利の下では、上記のような実務的問題だけでなく、理論的にも不胎化と非不胎化との区別は意味がなくなるという事態に直面する。というのは、為替介入の不胎化は、中央銀行が、為替介入によって供給されたマネタリーベースを短期国債などの売却によって吸収するオペレーションだからである。しかし、ゼロ金利下では、マネタリーベースは短期国債とほぼ完全に代替的であり、2つの資産を入れ替えても資産市場の一般均衡は変わらない。従って、介入を不胎化しようがしまいが均衡は同一のものとなるはずである<sup>12</sup>。

以上の議論を整理すると、ゼロ金利政策下では、短期金融資産の購入という通常のオペレーションを使ったマネタリーベースの追加的供給による「量的緩和」は、金利や貸出量などの一般均衡に全く影響を及ぼさない状況、ということになる。換言すると、ゼロ金利下におけるマネタリーベースの供給は、マネタリーベースと代替的でない金融資産を購入しない限り、理論的な緩和効果はない。また、このことは、ゼロ金利が維持されている状況の下では、マネタリーベースあるいはその構成要素である準備預金の水準をみても、量的な金融緩和の度合いを測る適切な尺度とはなり得ないことを意味している<sup>13</sup>。むろん、こうした議論は、ゼロ金利を維持するための大量のマネタ

---

<sup>12</sup> こうした議論は、「日本銀行がゼロ金利政策にコミットしている限りは、大蔵省は為替介入を通じてある種の量的緩和ができる」ということに繋がる。これは、ゼロ金融政策を日本銀行が維持し続ける限り、短期国債が広義のマネタリーベースとなるため、例えば、為替介入により、大蔵省がドルを買ってFBを市場に放出するのと、日本銀行がドルを買ってマネーを市場に放出するのは同じことになるからである。

<sup>13</sup> Cole and Kocherlakota [1998]は、ゼロ金利という状況が一般均衡モデルにおいてはパレート最適の状況となり得る（いわゆるフリードマン・ルール）ことを示した上で、ゼロ金利の下における最適な金融政策の均衡経路は、マネタリーベースは遠い将来にはゼロになる、マネタリーベースの減少する速度は主観的割引率を上回っている、という2つの制約しかマネタリーベースに課さないことを証明している。換言すると、ゼロ金利の状況では、短期的にマネタリーベースが増加することも減少することも最適な経路であり得るため、貨幣数量論的にマネタリーベースの増減をみても何らの情報を得られない、ということの意味している。すなわち、「マネタリーベースが増えていないのは金融緩和が上手くいっていない証拠だ」という論調は厳密な一般均衡モデルにおいても、流動性の機会費用である金利がゼロになってしまうと追加的流動性供給が無意味になる、という想定の場合貨幣需要関数を前提とする限り、ゼロ金利という状況では説得的ではないと考えられる。

リーベース供給によりゼロ金利が維持されているという状態を前提としている点には注意する必要がある。

### 3．ゼロ金利解除に向けての論議

次に、今後の景気シナリオに即して考え得る政策対応について、検討してみよう。

まず、今後、景気が緩やかではあっても回復傾向を続け、「デフレ懸念が払拭される」方向に進む場合の政策対応をみてみよう。この場合の政策判断上の焦点は、どのタイミングでゼロ金利政策を解除するか、ということと、同時にそれが行き過ぎた反応を招かないようにするにはどのようにすればよいか、ということであろう。

#### (1) ゼロ金利解除の判断基準

ゼロ金利政策の解除を巡っては、「デフレ懸念の払拭が展望できるような状況になるまで」という表現の曖昧さが問題点として指摘されることが多い。

しかしながら、「デフレ懸念の払拭」の定義や判断基準を巡っては、1999年夏以降、日本銀行の金融政策決定会合において繰り返し議論が展開されており、その内容が議事要旨で公開されている<sup>14</sup>。そこでの議論を整理すると、判断基準として重要であるのは、先行きの物価動向に関するリスクの総合判断が必要であること、その際、自律的な民間需要の回復が重要なポイントになること、回復を完全に確認するのではなく、アップサイド・ダウンサイドのリスクの比較考量が必要であること、の3点にあると考えられる。

---

<sup>14</sup> 例えば、1999年12月17日に開催された金融政策決定会合の議事録については、多くの委員の経済情勢認識が「(1)足許の景気は、輸出や生産を中心に、下げ止まりから持ち直しに転じており、(2)こうした下で、企業収益の回復が続くなど、民間需要を巡る環境は徐々に改善しつつある、(3)金融面の良好な環境は維持されている、(4)しかしながら、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然みられていない、(5)物価は当面、概ね横這いで推移していくとみられるが、潜在的な低下圧力については、引き続き留意する必要がある、(6)従って、『デフレ懸念の払拭が展望できるような状況になるまで』には、なお至っていない」としている。

ここで想定されている「デフレ」とは、不況による物価下落が企業収益や賃金の下落を通じて経済活動の収縮をもたらし、それが更なる物価下落をもたらす、いわゆる「デフレ・スパイラル」と呼ばれる状況である。また、ゼロ金利解除に向けては、足許の物価・経済情勢にそのまま反応するのではなく、先行きの物価・経済情勢のシナリオやそのリスクをどう判断するかとのフォワード・ルッキングな政策運営の考え方も強調されるべき重要な視点となっている。

## (2) 判断基準の定量化の可能性：メリットとリスクの比較考量

以上のような「デフレ懸念の払拭」というゼロ金利政策解除の判断基準に対しては、「定量的な判断基準」となっていない点において不明確であるとの批判も聞かれる。また、ゼロ金利解除が非常手段であるゼロ金利を脱することだけを意味するのか、更に一段の超低金利修正に進む可能性がどの程度あるのか、という点についても政策変更前に市場に明確なシグナルを送り、市場の混乱を未然に防ぐべきだ、という議論もみられる。中央銀行の意図を市場に伝える方法としては様々な手段が考えられるが、ここでは最近最も話題になることが多いインフレーション・ターゲティングについて、簡単に触れておこう。

Bernanke, Laubach, Mishkin, and Posen [1999]は、ニュージーランド、カナダ、英国、イスラエル、スウェーデンなどの成功を踏まえ、インフレーション・ターゲティングを米国、ユーロ圏でも採用することを推奨している。こうした論調を踏まえ、わが国でもインフレーション・ターゲティング導入を提唱する声が上がっている（例えば、伊藤 [1999]、Ito [1999]）。

確かに、インフレーション・ターゲティングが開放経済の小国でかなりの成功を収めているのは事実である。しかし、米国の連邦準備制度や ECB はインフレーション・ターゲティングを採用していない。わが国でのインフレーション・ターゲティング導入を展望した場合にも、幾つかの問題があり、これらの問題点を技術的論点として割り切る立場をとるか、技術的論点としては割り切れない本質的困難として捉えるかの判断が採否の1つの分岐点に

なる<sup>15</sup>。

もし、これらの問題が、技術的論点としてある程度割り切れるものという  
目途がたち、「デフレ懸念の払拭」を、経済がより正常な状態に近付き金融  
引き締め・緩和双方向への手段が確保できる、という展望が開けた状態と判  
断できるのであれば、中期的な目標インフレ率を提示し、ゼロ金利解除に伴  
う金融市場へのショックを和らげるため、先行きの金融政策に対するアン  
カーとしてインフレーション・ターゲティングを導入することは 1 つのオプ  
ションになり得る。目標インフレ率を達成しようとする中央銀行の誘因を正  
しく認識する消費者や企業家は中央銀行の宣言を信用し、ゼロ金利解除の  
ショックを緩和するアンカーとして機能することが理論的には期待でき、そ  
の点で魅力がある。

しかしながら、わが国においてインフレーション・ターゲティングを実地  
に導入した場合に、理論的に本来有しているメリットを享受できるかは、導  
入のタイミングやインフレーション・ターゲティングについての国民的理解  
に依存する部分が極めて大きい。例えば、景気が一本道で回復すればともか  
く、足取りがおぼつかない情勢に逆戻りした場合、インフレーション・ター  
ゲティングを導入したがために、「目標至上主義」の風圧をもちに受ける可  
能性が考えられる。

調整インフレ論が繰り返し提唱されているわが国においては、一旦、イン  
フレーション・ターゲティングを採用すれば、期限までに目標インフレ率を  
達成するためにはいかなる手段も辞さない、というインフレ率目標至上主義

---

<sup>15</sup> 具体的な論点としては、物価指数の計測誤差やゼロ金利制約をどの程度考慮してター  
ゲット水準をどう設定するかとの問題がしばしば指摘される。また、わが国の 1980 年代  
後半以降の経験に照らしても、消費者物価上昇率がある一定の範囲内に保たれていれば経  
済が持続的成長パスにのるとは限らないことは明らかであり、この点をどう考えるかも大  
きなポイントになる。他方、リフレ方向のターゲティングがディスインフレ方向のターゲ  
ティングと同じようにワークするか未知数であるとか、物価下落には技術革新に伴うよい  
物価下落もあり、物価変動の中味と無関係に数字だけ追うことの問題点なども指摘されて  
いる（速水 [2000]など）。実際、著しい構造変化の中で持続的成長と整合性のある物価上  
昇率をどう定義するかについては、学界・中央銀行サークルのいずれにおてもコンセンサ  
スは存在しないと考えられる。例えば、インフレーション・ターゲティングの基本的な理  
論モデルにおいては、経済が自然失業率に一致するような均衡状態でターゲットを設定す  
ることが想定されており、調整過程については明確な議論がない（例えば、白塚・藤木  
[1997]参照）。

への圧力が過度に高まるリスクは否定し難い。既に調整インフレ策の採用を提言しているマス・メディア等からは、インフレーション・ターゲティングを目標インフレ率達成の不退転の旗印とせよ、というキャンペーンが当然に一層強まるであろうし、そのような性質のものとしてインフレーション・ターゲティングを解釈しようとするであろう。この場合には、目標未達である限りは「国債引き受けを含め、考え得るあらゆる手段を動員せよ」というプレッシャーが強烈に高まることが考えられる。

独立な中央銀行である以上、こうした圧力は跳ね返して毅然として行動すればよい、というのは1つの正論ではあるが、日本銀行は日本国民のものであり、中期的に国民世論と全く対立する政策運営を行うことは困難である。従って、世論がインフレ目標の早期実現に傾いた場合、中長期的なインフレ目標を掲げつつ、景気や雇用などの情勢をみて弾力的に中央銀行が政策運営するという本来のインフレーション・ターゲティングのメリットを冷静に享受することは極めて困難になり、インフレ目標を掲げたことがかえって政策の柔軟性を失わせるリスクがある。

物価は遅行的な指標であること、ゼロ金利を超えた手段の不確実性は極めて大きいことを考えあわせると、日本銀行がインフレーション・フォーキャスト・ターゲティングを目指そうとしても、結果的に景気の振幅を拡大するリスクが大きい。こうした懸念は、学者からも、「現時点の日本でインフレーションターゲティングを採用し、金融政策へのプレッシャーを高めると、政策運営を大きく歪め、行き過ぎた緩和とその後の強烈な引き締めで経済を不安定化させる」というかたちで表明されている<sup>16</sup>。

この点で、積極的にインフレーション・ターゲティングを提唱している大蔵省・伊藤隆敏副財務官の一連の投稿は示唆的である（例えば、伊藤 [1999]、Ito [1999]）。伊藤副財務官は、欧米のインフレーション・ターゲティング採用国の事例を挙げ、インフレーション・ターゲティングが政府からの操作目標独立性を高め、日本銀行の独立性向上に寄与する優れた枠組みであることを主張し、その採用を勧めている。しかし、同時にインフレ

---

<sup>16</sup> 例えば、宮尾[1999]。

ション・ターゲティングの達成が困難な状況では、長期国債オペ、株式オペなどこれまで採用してこなかった手段を使えば設定したインフレ率目標は達成できるはず、というかたちで操作目標の設定にも言及している。

伊藤副財務官の提案は日本銀行に対する善意の助言であろうが、こうした論理展開をみると、仮に採用時点でのインフレーション・ターゲティングに目標至上主義の意図がなく、むしろ独立性向上を謳うものであったとしても、その後の経済動向次第でいかに容易にインフレ目標至上主義に変質するかは想像に難くない。

こうしてみると、インフレーション・ターゲティング採用に関しては、これに伴う困難が仮に技術的論点としてある程度割り切れるという目途がたつのか、政策運営の柔軟な枠組みとしてのインフレーション・ターゲティングという理解が国民と共有できるのか、という2つのハードルをクリアする必要があり、これらの点を見誤るとマイナスの結果をもたらしかねないリスクを内包しているように思われる。後述のように、ゼロ金利解除に当たっての留意事項は、日本銀行の意図をいかに的確に市場に伝えるかであり、インフレーション・ターゲティングはそうした際の代替的手法の1つに過ぎない。

#### **4．ゼロ金利下の追加的金融緩和政策オプションへの知見**

次に、第2の金融政策変更の可能性として、理論的により多くの関心を集めているゼロ金利下の金融緩和策についてみてみよう。5節以下でやや詳しく論じるが、それに先立ってゼロ金利下の追加的金融緩和策に関する政策提言を簡単に整理しておこう。

##### **(1) 追加的緩和策の理論的整理**

こうした政策オプションを議論するに先立ち、ゼロ金利下の金融緩和策の波及メカニズムに関する中央銀行、エコノミストの知識は極めて限定的であるという点に予め留意しておく必要がある。例えば、Clarida, Gali, and Gertler [1999]は、ゼロ金利下の金融政策について、「せいぜい分かっている

ことは中央銀行が実質金利を引き下げる方法はインフレ期待を醸成することに過ぎず、実際にどのように中央銀行がこうした目的を達成できるか、また、財政政策からどのような支援を仰がなければならないか、という点については全くのオープン・クエスチョンである」としている。実際、ゼロ金利下の追加的緩和策の検討に関しては、論者の前提とする経済モデルや、金融政策が長期的に経済に影響を及ぼす主要経路についての理解の違いにより、様々な議論があり得るため、コンセンサスは存在しない。

こうした限界を銘記した上で、筆者達の知る限りの文献の主張を大胆に要約すると、以下の6つに分類することが考えられる<sup>17</sup>。

**円安誘導による量的緩和：** 大規模為替介入により、ポートフォリオ・リバランス効果、円安期待を引き起こし、円安を実現させる。これに成功すれば、企業の輸出活動が活性化し、景気が拡大してインフレ率が徐々に高まる（円安による輸入物価の上昇も展望）。この戦略は、長い目でみた購買力平価説についての信認と、短期的な期待形成への働き掛けに注目している。

**ポートフォリオ・リバランス効果の浸透による量的緩和：** 短期金融市場以外の資産、例えば、長期国債を現状より多く購入することによって、ポートフォリオ・リバランスの効果に期待して長い目でみた量的緩和の効果の浸透を待つ。これに成功すれば、長期金利が低下する一方、再構築コストと比較して十分資産価格が上昇し、投資が復活する。また、資産価格が持ち直せば、消費も活性化する。こうして、徐々に景気が拡大し、インフレ率も徐々に高まる。この戦略は、長い目でみた貨幣の中立性に当初は強く期待し、期待形成への働き掛けは相対的に小さい。

**クレジット・チャンネルに働き掛ける量的緩和：** 短期金融市場以外の資産、例えば、長期国債を非常に大量に購入することにコミットすることに

---

<sup>17</sup> ここでの議論はなるべく多くの論者が指摘しているポピュラーな論点をカバーすることを目的にしており、これら以外の案がない、ということをも主張するものではない。

よって、クレジット・チャネルを活性化させるような資産価格の引き上げを展望する。まず、家計と企業のバランスシート改善、担保価値回復、企業の正味資産増加、銀行資本増加を期待し、追加的メリットとして、外部資金プレミアム減少、銀行貸出回復、クレジット・スプレッド縮小を展望する。これにより、生産、消費が拡大し、徐々にインフレ率も上昇していくと考える。この戦略は、長期的な貨幣の中立性だけでなく、短期的な期待形成への働き掛けも同時に展望する。また、期待形成の変化によって生じる資産価格の変化は、たとえ前述のポートフォリオ・リバランス効果による長期国債利回りの変化がネグリジブルであっても、上記の効果を働かせ得る。

**財政的機能に近い名目総需要喚起策：** 金融政策により財政政策的な所得移転を肩代わりしないしサポートすることを展望するもの。最も極端なものは、国債引き受けによる貨幣発行を原資として減税を行う、というもの。これは、財政赤字のファイナンスを通じ、事実上の「ヘリコプター・マネー（ヘリコプターから銀行券を散布してマネーサプライを増やすという金融論の教科書にみられる思考実験）」を行うことによって名目総需要を喚起することである。この戦略は、家計に直接購買力を移転することによって、名目総需要を喚起してデフレから脱却する、ことを狙うものである。ただし、この政策は財政政策と共同で実行される必要がある。また、減税が恒久的か、それとも一時的なものか、という期待形成次第で総需要拡大効果が変化する。中央銀行による企業向け与信（銀行を代理店として用いてもよい）ないし中央銀行の政府系金融機関への原資供給によって、中央銀行が直接企業部門に資金供給する、という提言も、こうした所得移転策のバリエーションの一つと考えられる。

**期待インフレ率の動学的経路への働き掛け：** インフレーション・ターゲット宣言を宣言する、といった金融政策のスタイルを変更することによって期待インフレ率に直接働き掛けることを試みる提案。こうした議論では、実際にインフレ率を引き上げる手段は、市場の期待に働き掛ける限りにおいて何でもよい。その意味で、上記 ~ の主張とミックスされる場合が多い。

当然、こうした議論においては、期待形成に働き掛けるタイム・ホライズンが重要になる。

**株価、地価を含むリフレーション政策：** この議論は、アービング・フィッシャーの負債デフレの理論と、上記でも依拠している最近の金融理論の知見をミックスしたものである<sup>18</sup>。ただし、わが国においては、一連の不況対策の結果政府債務が累増したこと、企業債務の高まりを踏まえて、「債務の累増を解消するには、インフレしかない」というタイプの調整インフレ論もある。

## (2) 海外の論者の具体的政策提言

では、次に、上記のような政策提言の類型化に従って、海外の論者、国内の論者の順に、主要な提言を整理しておこう。

まず、海外の論者の中で、の円安誘導に主な力点をおく議論の代表的なものとして Bernanke [1999]が挙げられる。Bernanke [1999]は、上記の円安誘導が最も望ましく、の処方箋は、何らかの理由で円安誘導が行えない場合の代替策として提案している。なお、Bernanke [1999]は、ゼロ金利へのコミットメントにインフレーション・ターゲティング( )を加えることも提案している<sup>19</sup>。このほか、メルツァー [1999]、マッキノン [1999]は、円高の原因についての認識には違いがあるものの、ともにの円安誘導を提唱している<sup>20</sup>。更に、McCallum [1999]も、為替レートを通じた金融緩和の理論的波及効果を強調している。

次に、の効果に同時に期待する論者としては、Goodfriend [1999]が挙げられる。Goodfriend [1999]は、の円安誘導に否定的、仮に長期国債な

---

<sup>18</sup> フィッシャーの負債デフレの理論が近年あらためて注目されているのは、貸出に伴う情報の非対称性がある下で、名目負債を負っている経済主体の支払能力がデフレによる資産価値の低下によって低下する、という問題点が生じ、単なる所得分配ではなく、实体经济に影響がデフレによって生じる、という認識が広がったためである (Bernanke [1995])。

<sup>19</sup> なお、バーナンキの主張では、一貫して財政政策は与件とされている。

<sup>20</sup> メルツァーの政策提言では、の金融緩和が不十分と考え、マッキノンは米国の貿易摩擦の圧力を通じた構造的円高期待によって金融緩和の効果の及ばないところで円高が生じている、と主張している。

どのオペレーションを行うならば、 が依拠するポートフォリオ効果だけでは不十分とし、 の効果も得られるような大規模オペレーションを推奨している。これらの効果を補完するものとして、 を位置付けている。

の期待形成の役割を強調する代表的論文は Krugman [1999a]であろう。クルーグマンは、 の流動性の罨脱出のためにインフレーション目標値の宣言を強く推奨している<sup>21</sup>。Krugman [1999a]は、 の円安誘導や、 の長期国債買い切りオペは、どちらも流動性の罨から脱却するには日本の貯蓄投資差額分の外国資産や国債を日本銀行ないし大蔵省が購入する必要がある、米国債券の相当部分が日本人にもたれることには政治的問題が起こるとし、 の期待形成に直接働き掛けることが望ましいとしている。

### (3) わが国論者の具体的政策提言

一方、わが国の議論では、 の円安誘導を強調するものとして、浜田 [1999]がある。ただし、これについては、2 節 3 項で論じたほか、別稿でやや詳しく論じたので<sup>22</sup>、以下ではこれ以上立ち入らない。

次に、 、 に関連する政策提言としては、長期国債買い切りオペ増額を推奨する向きが多い。ただし、長期国債買い切りオペに求める効果としては、長期金利抑制を求める議論（浜田 [2000]）、短期的には長期金利を抑制し、中長期的には長期金利上昇を容認すべき（岩田 [2000a, b]）と主張する議論、長期国債買い切りオペによりインフレ期待を作り、むしろ長期金利を上昇させるべきことを主張し、 の期待形成に働き掛ける力を重視する議論（深尾 [2000]）が輻輳している<sup>23</sup>。更に、Itoh and Shiomi [1999]は、 のリフレーションとの関係で、日本銀行が政治的圧力から国債引き受けを余儀なくされることを避けるために、長期国債のアグレッシブな買い切りオペを率先して行うことを提唱している。

---

<sup>21</sup> なお、クルーグマンは、追加的財政政策が複数均衡の「よい均衡」に一気に経済をジャンプさせる（構造調整への期待形成が経済を拡大均衡に導く）という可能性は少ない（Krugman[1999b]）としている。

<sup>22</sup> 例えば、翁・白塚 [2000]参照。

<sup>23</sup> この間、長期国債買い切りオペの議論と切り離して、 の期待形成のメカニズムへ働き掛けることが重要であることを主張する論者として、渡辺 [2000]がある。

立場の違いはあれ、長期国債買い切りオペ増額を推奨する議論が多くみられる背景としては、長期国債の買い切りオペが「経済規模や決済規模の拡大に伴って銀行券の需要が増加することを満たしていく」という観点から、長期的な資金需要を満たすために 2000 年 2 月現在で月額 4 千億円（2 千億円程度が月 2 回）程度行われているため、長期国債買い切りオペ増額をその延長線上として捉える限り、自然な選択肢にみえること、わが国の政府債務の状況と財政政策の限界が意識されていること、という 2 つの事情があると思われる。

実際、日本銀行は資産規模に比較してかなり大規模な長期国債買い切りオペを現在でも既に行っており、大量の国債を保有している。現在行われている長期国債買い切りオペは、上述のとおり「経済活動の拡大に伴う銀行券需要の増加に対応する」との目的で行われている。現在の日本銀行の国債買入額と銀行券発行残高の比率と銀行券発行残高増加率を比較すると、このところ前者が後者を安定的に上回っており、長期国債買い切りオペが銀行券需要拡大を若干上回る規模で行われていることが見て取れる（図表 5）。これは、1997 年 11 月に、金融システム不安の高まり等から銀行券需要が拡大したことに対応して、長期国債買い切りオペの実施額を月額 2 千億円から 4 千億円に倍増させた後、銀行券需要拡大が一服しても、とりあえずこの水準を持続してきた結果である。ただし、こうしたオペの長期金利水準に対する影響はみられていない。その一方で、こうした長期国債買入の結果として、日本銀行の保有する国債残高は総資産の 4 割程度で米国並みの水準となる（図表 7）。しかし、それでも日本銀行保有国債の長期国債発行残高全体に対する比率は 1999 年 3 月末時点で 11%程度に過ぎない。

次に、政府債務の状況と財政政策の限界という点を多少敷衍しておこう。わが国のフローベースでの一般会計の公債依存度は平成 11 年度で 43.4%（1999 年 12 月 9 日の二次補正予算後）と 9 年前の 10.6%から急上昇して戦後最悪となっている。また、ストックベースでも、平成 11 年度には国と地方をあわせた長期債務残高は 608 兆円に達し、GDP 比率は 122.5%（大蔵省・政府経済見通しと 1999 年二次補正予算ベース）となる見通しで、主要先進国中最悪と言われている。こうした中であって、これまでのわが国デー

タを用いた実証文献では支持されてきた政府債務の持続可能性の条件も、最近時点までのデータを用いて分析した土居 [1999]によれば 1956~98 年度のがわが国一般会計に関しては、政府債務の持続可能性の条件が満たされていないと報告している。

こうした状況を踏まえて岩田 [2000a]は、「財政政策偏重型の経済政策の弊害を最小化するためには、緊急避難的な状況が去った現在、経済政策は財政政策の負担を軽減し、金融政策と構造政策へ重点を移していくべきである。長期国債買い切りオペは流動性の罨の下でも民間部門の貨幣保有を増加させるから、資金需要がなくてもマネーサプライを増やすことができる」と指摘している。

#### (4) 政策オプションの検討の方向性

ゼロ金利下にあることを強く意識した拡張的経済政策の常識的回答はケインズ以来の拡張的財政政策である<sup>24</sup>。ところが、政府債務の持続可能性が問題となる状況の下では、この伝統的な解決策は簡単には使えない。また、財政負担と金融政策の関連のあるべき姿についての標準的な答えは、Frenkel [1998]が 1980 年代における先進国の財政赤字に関する教訓として指摘しているように、「中央銀行は物価の安定というマンデートに徹し、財政赤字は構造政策で対応するのが本来の姿」というものであるが、こうした標準的な答えが、わが国の現状ではなかなか受け入れられないという現実がある。

### 5 . 長期国債買い切りオペの波及メカニズム

そこで、以下第 5 節から第 7 節までは、ゼロ金利下の量的緩和政策について、特に提言されることが多いゼロ金利下での長期国債買い切りオペに焦点を絞ってその効果とリスク・副作用を検討する。前節で議論したように、

---

<sup>24</sup> Meyer [1999]は “in cases of a nominal interest rate bound, fiscal policy could and should carry more of the stabilization burden, as has been the case in Japan recently.”としている。

ゼロ金利下で仮により大きな金融緩和効果が必要となった場合でも、ゼロ金利政策の時間軸に与える効果を念頭におけば、ゼロ金利へのコミットメントへの長期化を通じた緩和効果が期待できるため、筆者達は必ずしも長期国債買い切りオペ増額が行われるべきだとは考えてはいないが、これらの点については後述することとし、以下、本節では、長期国債買い切りオペの効果について、Goodfriend [1999]のサーベイを念頭において整理する。

### (1) 非代替的な金融資産を交換するオペの効果

ゼロ金利下での長期国債の買い切りオペが景気を刺激するメカニズムを理解する上では、Goodfriend [1999]のサーベイが有用である。その詳細は補論に譲るが<sup>25</sup>、ゼロ金利下でも長期国債買い切りオペに効果があるとすると、

ポートフォリオ・リバランスを通じた長期金利の低下、資産の担保価値の変化などを通じる外部資金プレミアムの変化とそれによって引き起こされる銀行貸出の変化、という2つの経路によって实体经济に影響を与える、というルートが理論的に考えられ、後者については期待の役割が重要、というのがそのポイントである。なお、これまでの日本銀行の長期国債買い切りオペが果たしてきた役割は、狭義の流動性のうち経済成長に伴って持続的に発生してくる部分について足の長いオペレーションで対応しよう、という認識であると考えられるので、こうした長期国債買い切りオペに期待される役割とは、質的に異なることを念のために付言しておきたい。

ちなみに、こうした観点からゼロ金利下での短期国債を使ったオペの効果を整理してみると、のポートフォリオ・リバランス効果はほぼゼロ、の外部資金プレミアムを通じる効果については、短資会社等の日本銀行当座預金が積み上がっている現状からすると期待薄、ということになる。こうしたオペが期待に与える影響について言えば、積み上幅が市場参加者の関心を集めたようにマネタリーベースの拡大が（理由はともかく）金融政策に関するメッセージを伝えると市場参加者が思えば何らかの効果はあり得るが（た

---

<sup>25</sup> Goodfriend [1999]は、ハイテク技術を用いた銀行券への負の金利の実現（課税）の可能性も論じた極めて野心的なサーベイであるが、本稿では、国債買い切りオペに関連する論点のみ紹介する。

だし、錯覚によるだけにその効果は不確実)、期待以外の面では理論的效果が説明できないだけに、中央銀行側から積極的にメッセージ性を持たせることは難しい、ということになる。

Goodfriend [1999]の長期国債買い切りオペについての概念整理を念頭において、代替関係が高いが完全代替ではない資産市場に中央銀行が介入することによって影響を与えようとした ツイスト・オペ、不胎化介入、に関する経験的知見を整理しておこう。

まず、短期国債と長期国債との交換を考えた先行例として米国のケネディ政権下で実行された「ツイスト・オペ」がある。これはドル防衛のために短期資本を流入させるための短期金利上昇と、国内設備投資促進のための長期金利低下、という目的のために行われた実験である。

Shiller [1990]によると、「ツイスト・オペ」の有効性に関する分析のため当時行われた研究では、長期金利を短期金利の分布ラグによって回帰したモデルに国債管理政策の代理変数が追加的に有意に影響するかどうか、というテストが行われ、国債管理政策の有効性は確認できなかったとされる。その後、こうした分析に対しては、期待形成を所与としていることや、国債管理政策が外生的に取り扱われていることが批判されている。Shiller [1990]は、こうしたモデルを厳格に推定しようとするほど、期待形成の取扱いや内生変数・外生変数の決定に関する主観的評価を免れず、頑健性のある定量的結論を出すのは困難、と総括している。

なお、こうした実証分析の技術的な論点とは別に、「ツイスト・オペ」が事実として長期金利引き下げに有効でなかったとしても、それは当時のオペレーションが小規模だったからで、大規模なオペレーションを行っていたら効果が現れていたかもしれない、という理論的な推測はあり得る。

長期国債買い切りオペは、短期金利をゼロに保ったままで、更に長期金利も低下させようとするという方向で、この実験を現代の日本に応用しようとする試み、との理解も可能である。すると、ある程度の成果をあげるためには極めて大規模な実験が必要である可能性もこの文脈から理解できる。ただし、長期金利がコントロールできるかどうかという実験を考える場合、単にオペレーションが大規模であるかだけでなく、実験環境としての市場参加者

の期待（その時点の経済状況を反映して形成されている将来の金融政策ないしインフレ率への市場参加者の期待やその不確実性に対するリスク・プレミアム、将来の財政政策の動向等）要因も大きな影響を持つと考えられる。

次に、外国為替市場における不胎化介入の議論は、自国建て通貨資産と外貨建て通貨資産の間のポートフォリオ・リバランス効果について以下の論点を提起している<sup>26</sup>。

第1に、自国通貨の売り介入に対して、もし自国債券と外国債券が完全代替的なら非不胎化為替介入の効果はない。しかし、理論的には自国債券と外国債券が不完全代替的ならポートフォリオのリバランスを通じて自国通貨が減価する。第2に、不胎化介入がそれ自体というより政策当局の金融政策スタンスを示すことで、市場の期待形成に影響を与える（シグナル効果）ことがある<sup>27</sup>。実証的には、ポートフォリオ・リバランスの効果は小さいとの認識が定着してきており、不胎化介入の効果は金融政策への期待形成に与える影響（シグナル効果）の研究に主たる関心が移っている。

## （2）長期国債買い切りオペの実効性を高めるための条件

ツイスト・オペ、不胎化介入の知見を踏まえると、代替性の低い資産を交換するオペレーションの効果には、ポートフォリオのリバランスにより、資産間の収益率を変更して効果を及ぼす部分と、将来の政策変更などについての期待形成に与える部分という2つの構成要素があり、後者に期待する部分が多いことがわかる。こうした知見は、長期国債買い切りオペの効果に関し、期待形成が資産価格を引き上げるルートに積極的に働き掛ける効果を強調する Goodfriend [1999]の整理と整合的である。

更に、Goodfriend [1999]は、量的金融緩和効果を浸透させるためには、現在の金利政策の効果が将来の短期金利に対する期待に依存しているのと同じように、公開市場操作の効果は将来の公開市場操作に対する期待に依存する

---

<sup>26</sup> 最近の文献サーベイとしては Eijffinger [1998]参照。

<sup>27</sup> ただし、スタンスを示すことが「口先でいう」だけでよいのか、それとも介入当局がそれに反する行動をとるときにはコストを負う、という意味でのコミットメントがないと信用されないのか、という点や、実際にシグナル効果がどの程度観測されるか、という点についての実証研究は為替介入データの開示の問題もあってよく分かっていない。

だろう、としている。そして、民間部門の期待形成に働き掛けるためには、通常よりもはるかに大規模なマネタリーベースの注入が必要かもしれない、としている。従って、オペの実効性という観点からは民間部門の期待形成へ強く働き掛けることを狙って、オペの額やその将来の実施の頻度等へも関心を払う必要がある、としている。

こうした政策の効果については、有力な学者の間でも意見が分かれる。例えば、Goodfriend [1999]の初稿が発表されたコンファランスの指定討論者であったブライアントのコメント（Bryant [1999]）は、「自分はグッドフレンドが認めている以上に、流動性の罫の下での国債買い切りオペの効果は不確かで頼りにならないことを強調したい」とし、為替市場でのオペを支持している。また、Woodford [1999]は、金利の期間構造に関する期待理論が成立するのであれば、こうしたオペの有効性は、長期国債買い切りオペ自体の効果によるものではなく、中央銀行が将来の金融政策に関する信じられるコミットメントを行うことが可能かどうか依存する、という立場をとっている。

以上の点から整理すると、効果は不確かであるにせよ、少なくとも長期国債買い切りオペに実質的な効果を求めるとすれば、オペの規模について通常予想をはるかに上回る規模のものを実施することを覚悟して、将来のオペや金利にコミットし、資産価格の将来パスに関する民間部門の期待形成へ積極的に働き掛けることが必要条件になると考えられる。

## 6．長期国債買い切りオペに対する2つの考え方

以上の理論的整理を念頭において、今、日本銀行が長期国債の買い切りオペ増額を行い、一段の量的緩和を目指すことを考えてみよう。具体的な手法としては、ポートフォリオ・リバランス効果を通じた長期金利の低下、民間部門の期待形成（ゼロ金利政策変更や将来のインフレ、資産価格など）への積極的な働き掛けを通じた外部資金プレミアムの低減（ないしは、銀行貸出の活性化）、といった経路のうち、どちらを相対的に重視するか、とい

う考え方の違いにより、以下の2つがあるように思われる。

第1は、従来の長期国債買い切りオペを量的に徐々に拡大していくものである。このとき、緩和の波及メカニズムとしては、長期金利を引き下げるポートフォリオ・リバランスの効果が経済全体に浸透していくことが強調され、相対的に市場参加者の期待形成に働き掛ける効果はマイルドなものになることになる。以下では、この考え方を「マイルドな長期国債買い切りオペ」と呼ぼう<sup>28</sup>。

第2は、緩和効果をより劇的なものとするよう、これまでの長期国債買い切りオペとの目的の違いを強調し、大規模かつ積極的なオペを実施するものである。この場合、緩和効果の波及メカニズムとしては、ポートフォリオ・リバランスの効果に期待するばかりでなく、期待形成にも積極的に変化を及ぼし、クレジット・チャネルの活性化をも狙うことになる。以下では、この考え方を「アグレッシブな長期国債買い切りオペ」と呼ぼう。

前述のように政策当局が様々な政策オプションを選択するに当たっては、その効果とリスク・副作用の比較考量が基本的な視点になる。また、効果とリスク・副作用は、経済情勢（前述のようにそれを反映して形成されている将来の金融政策ないしインフレ率への市場参加者の期待を含む）によって大きく異なり得る。以下では、長期国債買い切りオペを巡る2つの考え方の相違を明確にしつつ、その効果ならびに実践上の課題、リスク・副作用について比較検討する。

なお、日本の長期国債市場の現状に照らし合わせてみると、こうしたオペレーションを仮に行う場合には、民間金融機関の保有している流動性の低い長期国債銘柄をマネタリーベースに徐々に振り替えていくことになるだろう<sup>29</sup>。というのも、長期国債の流動性の高いゾーンのものについては、様々

---

<sup>28</sup> 日本銀行が何らのアナウンスメントを行わず、マイルドだと考えたオペであっても、例えば長期国債買い切りオペを増額したという事実自体で市場参加者の期待形成には強いメッセージと受け止められ、次に述べるアグレッシブな長期国債買い切りオペ同様、少なくとも一時的には期待形成にアグレッシブに働くかもしれない。ただし、1997年11月の場合には、こうした効果は現れていない。

<sup>29</sup> 日本の国債市場の流動性に関する現状分析については、白川 [1999]参照。白川 [1999]によると、国債市場の流動性についての指標であるビッド・アスク・スプレッドをみると、どの期間をとってもわが国国債市場は先進国の中で最も大きいグループに属している。例

な金融取引の担保や、リスクヘッジのために貴重な役割を果たしている可能性が高く、こうした流動性の高い銘柄だけをどんどん中央銀行が買い上げることは他の条件を一定として市場機能を悪化させる可能性が大きいし、民間金融機関サイドもそうした銘柄を使ってオペに応札することはあえてしないだろうと予想されるためである<sup>30</sup>。もし、そうであるとする、こうした特定銘柄を狙い撃ちにしてなるべく国債市場に悪影響を与えないようなオペレーションを実施することは、投資目的であえて市場流動性の低い特定銘柄を保有していた金融機関に対してあらたなポートフォリオのリバランスの機会を与えることになるだろう。

## (1) マイルドな長期国債買い切りオペ

### イ．具体的な実践策とその効果

マイルドな長期国債買い切りオペは、これまでの長期国債買い切りオペの役割を、従来期待されていた長期的な銀行券需要拡大への対応から、ゼロ金利政策を補完するための金融緩和策に変えるものではあるが、オペの具体的な実践の上では、むしろこれまでの長期国債買い切りオペの延長線上として位置付ける。

この場合、長期国債買い切りオペを徐々に拡大していくことによって、主としてポートフォリオ・リバランス効果が徐々に機能するとの波及メカニズムに期待することになる。例えば、Bernanke [1999]は、長期国債買い切り

---

例えば、日本で発行金額の最も多い 10 年債の直近発行銘柄（いわゆる「カレント銘柄」）で見ると、日本では額面の 0.07%であるのに対し、米国（0.03%）、英国（0.04%）、カナダ（0.05%）、イタリア（0.06%）ではこれよりも小さい。10 年債以外の銘柄についても、全体に日本の国債のビッド・アスク・スプレッドは先進国の中では最も大きい。ここで、海外主要国の国債市場では、ビッド・アスク・スプレッドでみた流動性の程度は一般的には期間が長くなると低下する傾向がみられるが、日本では、期間 7 年から 10 年のゾーン（「長期ゾーン」）の国債のビッド・アスク・スプレッドが最も小さくなっている。また、発行年限別の国債の売買高を日米で比較すると、日本では売買高が圧倒的に長期ゾーンに集中している。最後に、わが国では先物市場の出来高の方が現物市場より多く、相対的に先物市場の流動性が高く、現物市場の流動性の低さを補う形で先物市場が活発に利用されていることを示唆している。

<sup>30</sup> こうした可能性は、最も流動的だといわれている米国国債市場においても、2000 年 1 月に発表された米国債のバイバック・プログラムの規模が市場参加者の期待を上回っていたため、急激に米国 30 年国債の割高感が出てきた例からも容易に想像がつく。

オペが実行されれば、「遅かれ早かれ、各資産間の不完全代替性が顕現化し、購入された資産の価格は上昇するのである」と述べている。また、岩田 [2000a] も、長期国債買い切りオペはたとえ経済が流動性の罨に陥っても、

リスク・プレミアムが低下して株式投資が活性化すること、リスクの高い他資産への投資を促すこと、から有効であるとしている。

このようにポートフォリオ・リバランス効果のみに期待する場合、外部資金プレミアムを左右する期待形成への影響は弱いので、クレジット・チャンネルが貸出を促し、景気を刺激する方向には作用していない現状の下では、銀行の貸出行動への効果は限定的であると思われる。例えば、平均的な新規の貸出金利の動向を示す新規約定平均金利をみると（図表 8）、長期・短期の市場金利が低下しているが、約定平均金利には大きな変化はうかがわれていない<sup>31</sup>。

以上の議論を整理すれば、マイルドな長期国債買い切りオペを実施した場合には、名目長期金利はポートフォリオ・リバランス効果で一旦低下し、その後は景気回復の期待にあわせて、期待インフレ率の上昇とともに徐々に上昇する、というのが期待し得る最大限のシナリオとなろう。この間に、徐々に景気が回復し、その後、税収も改善して財政再建がはじまることが期待されるというシナリオに繋がれば、ターム・プレミアムが大きく上昇して長期金利が急上昇することは避けられるであろう。ただし、その場合でも、オペの実施から物価・実体経済活動への波及までには、かなり長いタイムラグがある公算が高く、かつその効果には不確実性が極めて大きい。

#### ロ．リスクないし副作用

マイルドな長期国債買い切りオペには以下のようなリスクがある。

まず、米国におけるツイスト・オペにあまり効果がみられなかったように、マイルドであるがために効果が観察されず、オペが長期化し、その間、長期国債買い切りオペによって供給された資金が日本銀行当座預金に更に積み上がることである。前述のように、日本銀行のバランスシートの規模の 4 割程

---

<sup>31</sup> この間、企業倒産が増加しており、事後的に認識される信用リスクは上昇している可能性も考えられるため、信用リスクにかかるプレミアム拡大をなにごしか抑制する効果があったという見方もできよう。

度の長期国債保有残高でもわが国の長期国債発行残高全体に対する比率は高々1割程度に過ぎない。このため、日本銀行のバランスシート対比でマイルドなオペが効果を発揮しないリスクはかなり大きい。

また、長期国債買い切りオペが比較的早めに効果をあげることがない限り、どんどん日本銀行のバランスシートに国債が累増する結果、後述の長期的財政負担を引き起こすであろう。そうした懸念は次節で述べるターム・プレミアムへの影響を通じて期待インフレ率以上に長期金利を押し上げる可能性がある。

## (2) アグレッシブな長期国債買い切りオペ

### イ．具体的な実践策とその効果

アグレッシブな長期国債買い切りオペは、通常予想をはるかに上回る規模のオペを実施する金融緩和スタンスにコミットすることを通じ、将来のオペや金利、資産価格の将来パスに関する民間部門の期待形成へ積極的に働き掛け、資産価格の引き上げのみならず、更に銀行貸出まで活性化させることを企図している。これは、オペを小出しに実施した程度では、現時点の資産価格と支出に影響をもたらすほどのショックを期待形成に与える可能性は小さいとの判断に基づく。

従って、アグレッシブな長期国債買い切りオペが効果を発揮するには、オペの将来の動向についての期待形成が非常に重要になる。この場合、マネタリーベースと長期国債を交換することの効果は不確実性が高いので、その実践においては、オペの規模や頻度などに実験的な試行錯誤が必要であろうが、積極派の Goodfriend [1999]も認めるように金利コントロールのために必要とされる通常の短期国債中心のオペに比べて、はるかに大規模なオペが前提となると考えられる。

こうした点を踏まえると、アグレッシブな長期国債買い切りオペは、積極的に期待に働き掛け、劇的な景気浮揚効果を狙うものであるが、その波及経路として、期待への働き掛けに大きな力点をおくものであるだけに、極めて不確実性が大きく、一か八かの賭けに近い、ハイリスク・ハイリターンの方策オプションとならざるを得ない。

## ロ．リスクないし副作用

こうしたアグレッシブな長期国債買い切りオペのリスクには以下のようなものがある。

第1のリスクは、長期国債買い切りオペの期待形成に与える効果がどうなるか、という点の評価にかかわる。岩田 [2000a]は、長期国債の買い切りオペにコミットすることを宣言すれば、市場の期待形成に影響を及ぼし、長期実質金利の引き下げと株価引き上げが可能になるとしている。

しかし、ここで重要なのは、長期金利に要求されるターム・プレミアムがどのようになるか、ということである。ターム・プレミアムは将来のインフレの不確実性に対するリスク・プレミアムと国債の信用リスク（格付け変動による価格変動リスク）の両者を反映し得る。ゼロ金利という未知の領域にまで踏み込んだ金融政策の下で、長期金利が長期にわたって1~2%で安定しているのは、期待インフレ率の安定を前提とした短期金利の低位安定期待と同時に、財政規律維持を重視する日本銀行の政策スタンスの安定性をも織り込んで、ムーディーズなどの格下げにもかかわらず国債の信用リスク・プレミアムが上昇していないことが大きく寄与していると考えられる。

こうした中、財政再建を求める声が高まっているわが国において、大規模な買い切りオペレーションの増額が財政規律の喪失と受け止められたり、中央銀行の国債引き受けと実質的に同じ、との認識が生まれた場合には、日本国債の格下げが進行する可能性が高く、国債の価格形成は信用リスク面からいずれ大きな影響を受ける局面に到達する公算が大きいであろう。また、思い切った長期国債買い切りオペからインフレ見通しについての不確実性が増大すれば、インフレリスク・プレミアムは上昇する。長期国債買い切りオペの大規模な増額に対するコミットメントは、これらの2つの要因から、長期金利を期待インフレ率以上に急騰させ、財政をより大きな困難に直面させることも考えられる。こうしたシナリオでは、Asher [1999]が予想するように長期国債買い切りオペこそが長期金利の高騰による景気悪化と財政への大きな悪影響を招く決定打になる、というリスクがある。

第2のリスクは、「日本銀行が大きなキャピタル・ロスを蒙る」ことである。すなわち、「デフレ懸念が払拭されるまではゼロ金利にコミットしつつ、

物価安定の範囲内でプラスのインフレ率を目指す」というコミットメントが仮に信認されれば、最善のシナリオにおいては、アグレッシブな長期国債買い切りオペによって長期金利が一旦大きく低下した後、資産価格が上昇に転じ、インフレ率も上昇していくため、自然にゼロ金利政策も解除されることであろう<sup>32</sup>。ただし、上記のコミットメントが仮に信認されれば、そのことは、とりもなおさず「長期金利の上昇と、ゼロ金利の維持（少なくともイールドカーブの逆転は起きない）」、すなわち、「日本銀行が大きなキャピタル・ロスを蒙る」ことが市場の期待に当初から織り込まれることと同じである。

これに対しては、日本銀行の納付金が減少する（仮に日本銀行が債務超過になるならそれは法律の条文上想定されていない事態になることになるが）としても、政府部門と中央銀行のバランスシートを統合してみれば些細な問題だ、という見方もある<sup>33</sup>。しかし、後述のように、物価安定の範囲内のインフレ率を維持するため、いずれアグレッシブな長期国債買い切りオペによって供給されたマネタリーベースを吸収しなければならないと考えると、財政負担は、単なるキャピタル・ロスの一時のロスにとどまらない。

今、供給されたマネタリーベースが貸出に回り、マネーサプライが増え過ぎることを防ぐために、マネタリーベースの総量を結果的に追加的金融緩和以前の水準に戻すことを考えてみよう。しかし、マネタリーベースを回収する時点では、日本銀行がバランスシートに持っている国債価格は暴落しているので、これを売り切ることによって追加的に供給されたマネタリーベースを完全に回収はできない可能性が大きい。この場合、日本銀行は、保有する長期金融資産を追加的に売り切り、資金回収を図る必要性に迫られることになる。従って、「長期金利の上昇と、ゼロ金利の維持（少なくともイールドカーブの逆転は起きない）」、すなわち、「日本銀行が大きなキャピタル・ロスを蒙る」ことを宣言することは、政府債務の市中残高をかえって増加させ

---

<sup>32</sup> なお、期待形成への効果がポートフォリオ・リバランス効果を凌駕する場合は、長期金利も当初から上昇する（資産価格はそれ以上に上昇し、外部資金プレミアムは低下する）可能性もあるだろう。ここでは、大規模オペレーションのポートフォリオ・リバランス効果は少なくとも短期的には強力に作用すると考えている。

<sup>33</sup> 岩田 [2000a]、Bernanke [1999]が代表的な論調であろう。

る可能性が大きい。その意味でこうした「長期国債買い切りオペ」は、結局は財政政策の1つとの理解も可能である。この点は後述する。

### (3) オペの規模と中央銀行のキャピタル・ロス

上述した長期国債買い切りオペの2つの考え方を具体的なオペ額・金利シナリオにあてはめた場合、どの程度の現実妥当性をもつのであろうか。以下では、それぞれの政策オプションがどのような状況で現実的な選択肢となり得るのか(あるいはなり得ないのか)を議論する前提として、オペの規模とキャピタル・ロスの大きさについて、簡単な試算を示す。

ただし、規模によってマイルドなオペとアグレッシブなオペの線引きを行うことはできない。第1に、マイルドかアグレッシブかはそれにどのようなメッセージを付与するかで、意味合いが変わり得る。第2にアグレッシブなオペにどの程度の規模が必要かについては、Goodfriend [1999]でさえ、巨額であることが必要だが不確実性が大きいので実験が必要、というだけであり定量的な目途の手がかりに乏しい。

他方、リスクの評価に当たってはターム・プレミアムの上昇が重要であるが、オペの規模とターム・プレミアムの間にも必ずしも線形の関係は想定できない。ターム・プレミアムの変化に限らず日本銀行の蒙るキャピタル・ロスについては、経済の状況や期待形成の変化によって長期金利が大きく影響を受けるため、正確に予測することは不可能である。しかし、そうではあっても、日本銀行のキャピタル・ロスがどの程度か、ということのみをしておくことは1つの尺度になろう。

これとの関連で量的金融指標と名目経済活動との関係を、幾つかの指標でみてみよう。まず、現時点では、金融緩和を反映して M2+CD でみたマーシャルの  $k$  は大幅にトレンドを超過している(前掲図表 3上段)。その一方で、信用乗数は大幅に低下しており、マネタリーベースでみたマネーの余剰度合いは更に大きい(前掲図表 3中段・下段)。

この点についてやや理論的に整理すると以下のとおりである。今、 $k$  をマーシャルの  $k$ 、 $\phi$  を信用乗数とすると、まず、 $M2+CD = k \times$  名目 GDP、および  $M2+CD = \phi \times$  マネタリーベースという2つの関係式が成り立つので、

名目 GDP =  $(\phi/k) \times$  マネタリーベースという関係式が成り立つ。

上記の式は因果関係を記述するものではない。ただし、ポートフォリオ・リバランスの観点からは、やがて株式などの資産への資金シフトが起こることにより、 $k$  が低下することが強調される。一方、クレジット・チャネルの考え方からは、 $\phi$  の値を高めるために銀行部門のリスク・テイクを高めるべきだ、という考え方が強調されることになる。長期国債買い切りオペの帰結を正確に予想できない、ということは  $k$  や  $\phi$  についての想定も幅をもつてみる必要があるであろうことを意味する。

そこで、以下では、 $k$  や  $\phi$  が変化した場合、それと整合的な名目 GDP の水準が 1999 年対比でどの程度になるかを 1999 年のマネタリーベース平均値をベンチマークにして試算してみた。すなわち、名目 GDP =  $(\phi/k) \times$  マネタリーベースという関係式を利用し、右辺のマネタリーベースの水準を 1999 年のマネタリーベース平均値に固定しておき、 $k$  と  $\phi$  を様々な値に変更してみた（図表 9）。 $k$  と  $\phi$  のもっともらしい値については過去のわが国経済の経験から類推するしかないが、例えばマーシャルの  $k$  が 1970～86 年までのトレンド近傍、信用乗数が同一期間の平均値にまで変化した場合には、名目 GDP は 1999 年から 18% 程度上昇する必要があるとの結果になる<sup>34</sup>。むしろ、筆者達は、ここでの試算において、名目 GDP の 18% 増加のすべてが名目成長率増加で達成されるとは考えてはいない。しかし、この試算はオペが実施され、その結果として、 $k$ 、 $\phi$  が急テンポでトレンドに戻った場合、例えば、2 年間に日本経済が年率 3% の実質成長を成し遂げても、年率 6% 程度のインフレが必要であることを意味しており、そうした状況で金融引き締めが不要とは思われない。こうした点を勘案すると、今後、長期国債買い切りオペによって追加的な資金供給を行ったとしても、景気回復後には、その供給額以上の規模で資金吸収を行う必要性に迫られる公算も高い。このことは、長期国債の大規模な買い切りオペという劇薬には、アクセルを全開にした後、かなり急ブレーキを踏まないマイルドなインフレにとどめることが難しくなるリスクがある、ということを示唆している。

---

<sup>34</sup> 1986 年までのデータを 1 つの目途にしている点については、脚注 8 を参照。

以上の点を認識した上で、長期国債買い切りオペについて、筆者達なりに簡単なコストとオペの総額を試算した具体例をあげてみよう。以下の試算では、上記のような追加資金吸収の可能性を捨象し、景気回復後に追加的な長期国債買い切りオペの実施額に見合う資金を長期国債の売却によって吸収すると仮定する。

まず、「マイルドな長期国債買い切りオペ」を考える参考として、非常事態への対応を宣言せず、それ故、日本銀行のみで対処し得る範囲内のバランスシートへの影響にとどめた場合どの程度のオペができるかを計算してみた。具体的には、将来予想されるキャピタル・ロス日本銀行の「債券取引損失引当金」(平成 11 年度上期末で 2.4 兆円)内にとどめる規模で長期国債買い入れを行うオペと仮定し<sup>35</sup>、資金回収時期とそのときの長期金利水準によって、どの程度の規模のオペが実施可能かを試算する。次に、「アグレッシブな長期国債買い切りオペ」については、非常事態への対応を前提に日本銀行のバランスシートへの影響を無視して、オペを行うことになると考え、その叩き台として、マネタリーベースをほぼ倍増させ、現在の M2+CD の約 1 割(長期国債発行残高の約 2 割)に相当する 60 兆円と仮定した場合に、どの程度のキャピタル・ロスが発生するかを試算する。なお、いずれの場合にも、長期金利水準は 2%を基準とし、2%クーポンの残存期間 10 年の国債を時価 100 円で購入したとして、キャピタル・ロスの大きさを算出する(図表 10 参考を参照)。

---

<sup>35</sup> 日本銀行法施行令では、日本銀行がキャピタル・ロスを被った場合の会計上の処理について、以下のように規定されている。

第 15 条 日本銀行は、各事業年度において、債券(国債その他の大蔵省令で定める債券をいう。次項において同じ。)又は外国為替等(外国為替及び外国通貨で表示された資産(大蔵省令で定めるものに限る。)をいう。次項において同じ。)のそれぞれについて、その売買、保有等に伴い生じた収益の額として大蔵省令で定めるところにより計算した金額(次項において「収益金額」という。)が、その売買、保有等に伴い生じた損失の額として大蔵省令で定めるところにより計算した金額(次項において「損失金額」という。)を超えるときは、大蔵省令で定めるところにより、それぞれ、その超える部分の金額の全部又は一部を、大蔵大臣の承認を受けて、債券取引損失引当金又は外国為替等取引損失引当金として積み立てることができる。

2 前項の債券取引損失引当金又は外国為替等取引損失引当金は、各事業年度において、債券又は外国為替等のそれぞれについて、損失金額が収益金額を超えるときにおけるその超える部分の金額の補てんに充てる場合のほか、取り崩してはならない。ただし、大蔵大臣の承認を受けたときは、この限りでない。

まず、「将来予想されるキャピタル・ロスを日本銀行の債券取引損失引当金の範囲にとどめる長期国債買い切りオペ」についての試算額をみると（図表 10上段）長期金利がオペにもかかわらず現状比ほとんど上昇せず、2.5%程度にとどまれば、1~2年後に売却したとしても、2.4兆円のキャピタル・ロスの範囲内で、アグレッシブなオペの叩き台である60~70兆円程度の大規模なオペが実施できる。しかしながら、過去の景気回復期における実績からみてさほど高くない5%（ターム・プレミアムも反映した長期実質金利3~4%+期待インフレ率2~1%）程度の長期金利に達すると想定した場合には、オペの実施可能総額は12兆円程度にとどまる。2000年2月現在、月間4千億円程度行われている長期的な銀行券需要拡大に対応するための長期国債買い切りオペは年額4.8兆円に相当するので、この金額の長期国債買い切りオペを1年間にわたって実施するとすればその2.5倍、2年間実施するとすれば1.25倍の規模になる。金利上昇のリスクをより大きくみたり、日本銀行が既に保有する長期国債を追加的に売却する必要に迫られ、そこからキャピタル・ロスが発生する可能性も考慮すれば、マイルドなオペ額は更に圧縮されることになる。

次に、「アグレッシブな長期国債買い切りオペ」について、キャピタル・ロスの大きさについて簡単な試算を行う。上述のように、60兆円の長期国債を買い入れると、金利上昇に伴うキャピタル・ロスが「債券取引損失引当金」2.4兆円の範囲内に収まるのは、長期金利がほとんど上昇せず2.5%にとどまったときに限られる。「マイルドな長期国債買い切りオペ」同様、長期金利が5%に上昇したとし、1~2年後に売却すると12兆円前後、5年後に売却しても8兆円のキャピタル・ロスが生じる結果となる。こうしたキャピタル・ロスに相当するマネタリーベースは、買い入れた国債を売却しただけでは吸収できないため、日本銀行は保有資産を追加的に売却する必要に迫られることになり、民間部門が保有する政府債務はこうした長期国債買い切りオペの長期的帰結としてかえって増加する。

## 7. 長期国債買い切りオペの現実妥当性

本節では、前節の試算結果を踏まえ、「マイルドな長期国債買い切りオペ」と「アグレッシブな長期国債買い切りオペ」の政策オプションについて、その現実妥当性について考え方を整理する。

### (1) 2つの長期国債買い切りオペの考え方の評価

まず、これまで議論した「マイルドな長期国債買い切りオペ」と「アグレッシブな長期国債買い切りオペ」という2種類の政策オプションについて、筆者達の評価をまとめておく。

なお、筆者達が長期国債買い切りオペの増額を実施すべきかどうかを判定する基準は、デフレ・ショックの景気に与える影響、長期国債買い切りオペの効果とリスク、現在行われているゼロ金利政策が時間軸の効果によってデフレ・ショックの下ではより強化される効果との比較、ショックの性質によって望ましい手法も変化する可能性、を踏まえることである。

については、例えば、デフレ・ショックが為替レートのみスアラインメントによってもたらされたとすれば、国債よりドルを買うことを検討する方が自然な対応であろう。また、デフレ・ショックの要因によっては、ゼロ金利政策の枠組みの中で、オペ手段の多様化によって、追加的な金融緩和効果を狙うことも可能かもしれない。1998年秋のように、経済へのデフレ・インパクトが、流動性に対する懸念の高まりにある場合、中長期国債の名目金利は「質への逃避」によって低下し、国債と社債レートやCPレートのスプレッドが拡大する可能性もある。その際、中央銀行は、CPオペ、社債オペ等によって、信用リスクそのものを引き受けることなく、金融システムに対して流動性を保証するといった対応策によって緩和効果をもたらすことを検討することも考えられる。

しかし、以下では、とりあえず、長期国債買い切りオペについてからの観点から論じる。

#### イ. マイルドな長期国債買い切りオペの評価

まず、マイルドな長期国債買い切りオペは、キャピタル・ロスの大きさを

日本銀行の「債券損失引当金」の範囲内に抑制するためには、実施可能なオペの規模は限定的なものとなる。仮に、オペの規模を総額 10 兆円程度とすると、1999 年末時点の中長期国債残高 293 兆円の 3% 程度である。比喩的に考えれば、300 個のリンゴのうち 10 個を買ったとき、どの程度値段に影響があるかと考えると、あまり大きいとは期待できないであろう。

景気がやや停滞し物価がゼロ近傍で若干のマイナスという程度の状況の下でこうした政策をとると、財政規律の喪失懸念から、ターム・プレミアムに跳ね返るリスクはかなり大きい一方で、国債市場の規模と追加されるオペの規模を対比すると、ポートフォリオ・リバランス効果を通じた量的緩和効果は極めて不確実である。

むしろ、こうした状況においては、現在のゼロ金利政策の時間軸効果が強化されなにかが長期金利上昇を押さえることの方に期待が持てる可能性さえある。景気の自律的な回復に連れて資金需要が拡大した場合には、当面、ゼロ金利政策を継続することにより、景気の自律的回復をサポートするとの方向がより現実的なものとなろう。また、強いデフレ・ショックにさらされた場合には、為替介入のポートフォリオ・リバランス効果の小ささからみて、マイルドな長期国債買い切りオペ増額の有効性には疑問がある。

#### ロ．アグレッシブな長期国債買い切りオペの評価

他方、アグレッシブな長期国債買い切りオペへのコミットについては、景気停滞で消費者物価が小幅なマイナスが続く、といった程度の状況で唐突にこうしたコミットメントを行うことは、ターム・プレミアムの上昇へ跳ね返るリスクなどが大き過ぎ、検討の対象にはなり得ないだろう。しかし、仮に、日本経済が大恐慌のようなデフレ・スパイラルに突入する懸念を感じさせるような急激な景気悪化に直面した場合には、そうした状況で長期国債のアグレッシブな買い切りオペにコミットしても、それこそが中央銀行としての物価安定の使命を追求したものであり、ターム・プレミアム急騰のリスクはより小さいとも考えられる。また、そうした状況では、たとえ効果が不確実であっても、あえてリスクをとることに対する許容度は大きくなるだろう。

長期国債買い切りオペについては、一定期間・一定量に限って行えば財政規律を損なわず、問題ないのではないか、という意見がしばしば聞かれるが、

効果の本質的部分は将来の金融政策へのシグナルであることに鑑みれば、こうした限定は効果を著しく減殺するために適当ではない。この場合には、市場に対して強いシグナルを発するためにはキャピタル・ロスを覚悟で大規模なオペに打って出るという日本銀行法上想定されていない対応をむしろ前面に出すことが必要になり、財政当局との間で日本銀行が被るであろうキャピタル・ロスの処理策について明示的に検討し、対応を明確にすることを求める必要がある。日本経済が危機に瀕した場合の賭けの手段をより効果的に使えるようにするためには、マイルドな長期国債買い切りオペが常態化し、期待形成にアグレッシブに働き掛ける効果を減殺するリスクも踏まえ、景気がやや停滞し、物価がゼロ近傍で若干のマイナスという程度の状況では、とりあえずの実験という程度の認識で、マイルドな長期国債買い切りオペ増額に踏み切ることは適当でないと考えらる。

## (2) 長期国債買い切りオペの財政負担

以上のように、大規模な長期国債買い切りオペが実施されると、それがわが国をデフレ・ショックから救ったとしても、その結果として、キャピタル・ロスが発生し、そのことが政府債務の市中残高増加に繋がる可能性が大きい。このため、「政府債務の現状を踏まえると、財政政策はもはや限界である。従って、景気情勢が悪化した場合には（論者によっては悪化しなくとも潜在成長率を下回っている限りは）、金融政策が進んでリスクをとり、一層の金融緩和に踏み切るべきだ」という財政と金融を分離した考え方はこうした場合にはあてはまらず、金融政策が財政負担を伴いつつ一層の緩和を目指す、ということになる。デフレショック期を経過した後、こうした財政負担を避けようとするれば、金融政策はインフレへのコントロールを失うことになる。

市場が後者のシナリオの現実妥当性が高い、と判断すれば、大規模な買い切りオペレーションの増額が「中央銀行の国債引き受けと実質的に同じであり、財政規律の喪失に繋がる」と受け止められることになる。この場合、インフレ期待自体の上昇に加え、インフレの程度についての不確実性増大によるターム・プレミアムの上昇から、長期金利が期待インフレ率以上に急騰

し、財政再建はかえって困難になるおそれがある。

このように、「財政政策が限界なので、追加的金融緩和を」という議論を突き詰めていくと、既にゼロ金利という特殊な状況にあるわが国では、時間の差こそあれ財政負担は避けられない、ということになる。すなわち、マクロ的な流動性の提供に力点をおくオーソドックスな金融政策機能ではなく、財政政策の機能を通じて経済に影響を与えるものが追加的緩和のオプションにならざるを得ない（金融政策が財政政策化する）可能性が大きい。

中央銀行による財政政策的な所得移転も「金融緩和」の検討対象に含めるとすれば、中央銀行による企業向け与信（銀行を代理店として用いてもよい）ないし中央銀行の政府系金融機関への原資供給によって、中央銀行が直接企業部門に資金供給する、という方法と効果が極めて不確実なマイルドな長期国債買い切りオペのコスト対効果を比較すべき、という議論もあり得る。言うまでもなく、こうした政策は、国民一般に帰属すべき国庫納付金を特定の企業への補助金として配分することになるだけに、中央銀行としては極めて異例な政策である。

また、ゼロ金利下の追加的な中央銀行の金融緩和の結果として、財政当局が非常に低い金利で資金調達ができる、という状況が生まれ、その期待形成が持続することは、政府債務の調達計画により楽観的な想定をもたらし得る、という副作用も無視できない。政府債務の調達計画により楽観的な想定が持続する中で、財政収支の改善が歳出削減の困難に直面しなかなか進まない場合（例えば、追加的財政支出が既得権化する場合や、低金利持続の期待により財政支出の効率性に関するチェックが緩やかになる場合）、財政の先行きに対する市場の懸念は、名目長期金利のリスク・プレミアム上昇を引き起こし、国債の追加発行を徐々に困難にさせていく可能性がある<sup>36</sup>。仮に国債発行がストップするような場合に万一なれば、そのときは、究極的には岩田[2000a]の期待とは逆に、統合政府の予算制約式によって最終的に財政赤字

---

<sup>36</sup> こうした状況は、金融市場での一時的な国債需給の悪化を契機として発生する可能性もある。仮にそれが金融機関に対する巨額の長期国債のキャピタル・ロス発生を意味し、金融システムの安定を脅かす可能性があるのなら、こうした論点は中央銀行にとって無視できないであろう。

を中央銀行がマネーサプライを増加させてファイナンスをしなければならなくなる、という、いわゆる「マネタリストの不快な算術」( Sargent and Wallace [1981] ) が現実化することになる。「マネタリストの不快な算術」は、たとえ制度上、中央銀行の使命を物価の安定と定めて独立性を付与しても、何らかの事情によって財政政策が規律を欠いた場合、金融政策の物価安定に関するフリーハンドを保障するとは限らない、ということを説明するものである。

そうした意味からも、財政政策の機動性確保について、常日頃から手当てを講じておくことが重要であろう。具体的には、社会保障関係の支出など、簡単には削減できない政府支出が増加している現状を踏まえると、予算制度を通じた支出面での工夫も必要かもしれない。この点、米国の予算施行法が、裁量的経費（国防費など）の上限設定、政策変更でネットの財源不足になる場合の義務的経費（税制や社会保障など）削減か増税を強制する「ペイ・アズ・ユー・ゴー」の原則を定め、この2つの原則を守らない場合に一律削減を命じる、というかたちで議会の予算編成方法に制約を加え、結果として財政赤字削減に貢献した経験は示唆に富んでいる（富田 [1999]）。

## 8 . 金融政策運営の「スタイル」

本節では、前節までに議論してきたわれわれのゼロ金利下の金融政策運営に関する考え方を踏まえ、今後のわが国金融政策運営の枠組みについて、「スタイル」というキーワードを軸に検討してみたい。

### ( 1 ) 金融政策のスタイル

これまでの幾つかの節でインフレーション・ターゲティングについて多少触れたが、FRB、ECB はインフレーション・ターゲティングを導入しておらず、その意味では必ずしも世界的に普及した一般的手法ではない。ただし、

ECB では物価安定の定義を物価上昇率の数値として示しているほか<sup>37</sup>、FRB でも議会への経済見通し報告が、FOMC (Federal Open Market Committee) 参加メンバーの中心予測値 (central tendency) のかたちで行われている。

こうした諸外国の金融政策の実状をみると、大きな論点はむしろ、グローバルな金融市場における速やかな情報伝達と資本移動が与件となったことを前提に、金融政策の意図が市場に的確に伝達される枠組みを構築していくことであると考えられる。それでは、インフレーション・ターゲティング以外の政策運営にはどのような方法があるのであろうか。

Padoa-Schioppa [1996]は、1970年代以後の経験から中央銀行の政策目標は物価の安定であるとの点にコンセンサスが生まれている状況の中、金融政策を巡る議論の焦点は、中央銀行が物価安定を達成するために必要な政策立案・公表のあり方に移行していると指摘した。その上で、こうした方法論を「スタイル」と呼んだ。ここで、「スタイル」とは、様々な状況の下でも比較的長い期間採用される中央銀行の行動様式のことであり、経済学者がいう政策ルールという言葉よりも広い概念である。スタイルの中には、為替相場、マネーサプライ、インフレーションのような単一の数値目標に一定期間コミットするものと、事前に特定の目標に対するコミットメントを行うことなく、総合的な判断に基づく政策運営をとおして信認を獲得しようとする古典的な総合判断（「クラシックス」）とがある。

## （２）スタイルの現実的な選択肢

これらのスタイルのうち、為替相場へのコミットを求める意見もあるが（マンデル [2000]の提案）、現在のわが国でドルとユーロのバスケットに対して円のリンクを強め、長期的には固定相場制への復帰を展望することはあまり現実的でないと言わざるを得ない。また、わが国における通貨需要関数と実体経済との関係変化の激しさを踏まえると、スイスやかつてのドイツで成功を納めたマネー・ターゲティングもなかなか採用は難しいだろう。

---

<sup>37</sup> ECB では、「消費者物価指数 (HICI) の上昇率が 2%を下回る状態」と定義し、これを「中期的に維持されるべきもの」としている。

他方、現在、関心を集めているインフレーション・ターゲティングについても、実に様々な立場がみられる。既にインフレーション・ターゲティングを導入している国々についても、目標値について政府が決める英国、中央銀行が単独で設定するスウェーデン、政府と中央銀行が共同設定するニュージーランド、カナダなど、その運営は区々である。また、目標値もポイント（英国）、レンジ（それ以外）と方法は様々である。更に、ターゲットから外れた場合の説明責任のあり方も各国でまちまちである。

古典的な総合判断とインフレーション・ターゲティングの決定的な違いは、インフレーションという数値に関する形式的なコミットメントがあるかどうかである。これ以外にインフレーション・ターゲティングのメリットとされている操作目標独立性の確保や、政策運営の透明性、アカウントビリティについては、米国の事例をみればわかるように、それ以外の方法でも十分対応可能である。中央銀行は、市場の期待に影響を及ぼすため、政策目標に関する情報を積極的に発信し、政策の透明性やアカウントビリティを確保すると同時に、目標の達成と政策の一貫性を市場に知らしめることにより、信認を高めることができる<sup>38</sup>。

例えば、グリーンズパン FRB 議長は、1997 年 9 月のスピーチの中で、経済構造が大きく変化している状況の下では、政策運営は必然的に裁量的にならざるを得ない、と主張している（Greenspan [1997]）。すなわち、経済変数間の関係は、経済構造の変化に伴って変わってくるため、過去に観察された関係をそのまま将来に延長するだけでは、経済変動の的確な予測はできない。従って、物価安定を通じた持続的な経済成長という政策目標を実現するためには、こうした過去の関係に基づいた一定のルールに従う政策的対応では不十分である、ということになる。ただ、同時に、一貫した政策判断基準

---

<sup>38</sup> 経済政策の透明性を高めるための情報発信については、金融政策に関連する情報を何でも開示することが、必ずしも望ましくはないとの考え方もある点には留意する必要がある。例えば、ノワイエ ECB 副総裁は、ECB の政策運営の透明性が不足しているとの批判に答えて、「第一義的な金融政策の目標を達成するために、どのようなコミュニケーション手段の構成要素が重要かを慎重に判断する必要がある」とした上で、構造変化や不確実性の下では、経済予測はその内包するリスクを適切に認識した上で評価される必要があり、「（中央銀行が）経済予測値を公表することはむしろ不確実性を高め、物価安定の維持をむしろ難しくさえする」と指摘している（Noyer [2000]）。

を有せず、その場その場での判断だけに頼る純粋に裁量的な政策運営は、政治的圧力に屈し易いとの問題があるとした。

### (3) わが国金融政策のスタイル検討の方向性

こうしてみると、インフレーション・ターゲティングにも様々なものがある一方、総合判断というスタイルにも多様な工夫が可能であるように見える。言い換えれば、各国中央銀行とも、それぞれのおかれた経済・社会環境に応じて、望ましい「スタイル」を求めて試行錯誤を続けてきたということになる。いずれにせよ重要なのは、どのスタイルを選択すべきかという問題よりも、1つのスタイルの選択を梃子として政策運営の透明性・アカウンタビリティを高め、信認を獲得した上で、柔軟な金融政策を運営し、その信認を更に確固たるものにしていくことである。

こうした観点からは、日本銀行にとって望ましい政策の「スタイル」は何かという問題は、「インフレーション・ターゲティングを導入するか否か」という議論と必ずしも同値ではない。実際、Bernanke and Mishkin [1997]は、インフレーション・ターゲティングを「制約付きの裁量 (constrained discretion)」として、「厳格なルール」と「無制約の裁量」という両極端の中間に位置しているとの解釈を示している。また、Kuttner and Posen [1999]は、「中央銀行家からみるとインフレーション・ターゲティング採用についての解釈の違いはルールと裁量の論争同様イデオロギーの問題に過ぎない」とした上で、「インフレーション・ターゲティングの採用は、中央銀行による対話努力が厳格かつ単純なルールを代替することができるかとのテストである」と指摘している。

その意味で、現在、日本銀行が採用しているような政策運営の枠組みが、開かれた独立性の理念の下に情報開示を通じて場当たりの裁量を制約し、「厳格なルール」と「無制約の裁量」のどちらでもない中間の政策運営を志向しているとすれば、その到達点としてのスタイルはインフレーション・ターゲティングと一定の共通点を持つとも言える。

各国の経験と学界の英知をわが国に生かすために重要な点は、わが国の経済情勢と中央銀行制度の現状に照らし、最も実状にあったスタイルを自ら開

発し、そのスタイルを維持することで、市場・国民との安定したコミュニケーションを確立していく、ということであろう。既に行われている議事要旨公表、総裁記者会見、経済統計の発表など様々なコミュニケーション・ツールのあり方の検討、あるいは、経済見通し公表やインフレ目標値の公表の是非、物価安定の意味の明確化など従来行われていない論点など、わが国で検討すべき問題点は多岐にわたっている<sup>39</sup>。

そうした検討に際して、長い目でみて持続可能な政策の「スタイル」とゼロ金利という非常時にだけ用いられる「運営枠組み」は、政策効果上も大きく異なり得る点も念頭におく必要がある。実際、Woodford [1999]は、一時的な緊急避難策と長期的にコミットできる政策ルールでは、前者は政策の時間的整合性の問題が大きく、経済性主体の期待形成に影響を及ぼすことができないう点を指摘している。そのため、ゼロ金利下での政策手段も、長期的にコミット可能な政策運営枠組みの一部である必要があると主張している。

## 9. まとめ

本稿では、ゼロ金利下の金融政策の運営枠組みを整理するとともに、今後の経済シナリオに応じてどのような政策オプションがあるか、またそうした政策オプションをとる上でのリスクは何か、そして、そのリスクは経済情勢に応じてどのように変わり得るか、を議論した。その上で、今後、わが国の金融政策をより効果的・効率的なものとするよう、わが国の実状を踏まえた「スタイル」を確立していく必要性を強調した。

当面の金融政策運営については、大規模なデフレ・ショックに見舞われ、デフレ・スパイラルのリスクが高まるといった情勢に至らない限り、ゼロ金

---

<sup>39</sup> 速水日本銀行総裁は、2000年3月10日の記者会見において、3月8日の金融政策決定会合での議論を踏まえて、「金融政策の透明性向上という観点から、日本銀行として、『物価の安定』の考え方について総括的に検討を深めていこうではないか、ということになった」として、具体的な検討課題として、「物価の安定」の基本的な考え方、物価の計測（物価指数）を巡る諸問題、最近のわが国の物価動向、「物価の安定」の数値化を巡る諸問題、の4つを挙げている。

利政策の枠組みの中で、様々な政策手段を柔軟に活用し、金融市場や民間部門の期待形成に働き掛けていくことで、自律的な景気回復をサポートしていくことが可能であると考え。他方、長期国債買い切りオペに代表される追加的な緩和手段の採用は、その緩和効果の不確実性の高さやリスクの大きさを考えると、日本経済が危機に瀕した場合における一種の賭けの手段と認識すべきであり、景気がやや停滞気味に後戻りしたという程度の状況で、とりあえずの実験という認識で導入することは適当でないと考え。こうした判断は、いかなる場合にも追加的緩和措置が必要でないことを主張する訳ではないし、また、本稿で取り上げた手段以外の緩和手段があり得ない、ということも主張するものでもない。本稿で取り上げていないより有効性の高い金融緩和措置の可能性があるとすれば、大いに学ぶ必要があろう。

わが国の金融政策に関しては、一部で「インフレーション・ターゲティングを導入し、それを実現すれば全てが解決する」かのような単線的議論がみられる。こうした議論のあり方は、「金融政策はルールか、裁量か」という論争が、激しい構造変化を前提にリアルタイムでの決断を迫られる中央銀行家からすれば不毛でさえあり、「中央銀行が正しい、世の中のためになることをするべきだ」というごく自然な議論に行き着かないことへの McCallum [1995]の批判を思い出させる。

こうした観点からは、日本銀行にとって望ましい政策の「スタイル」は何かという問題は、「インフレーション・ターゲティングを導入するか否か」という議論と必ずしも同値ではない。現在、日本銀行が採用しているような政策運営の枠組みが、開かれた独立性の理念の下に情報開示を通じて場当たり的な裁量を制約し、「厳格なルール」と「無制約の裁量」のどちらでもない中間の政策運営を志向しているとするれば、その到達点としてのスタイルは一面でインフレーション・ターゲティングと一定の共通点を持つとも言える。換言すれば、1つのスタイルの選択を梃子として政策運営の透明性・アカウントビリティを高め、信認を獲得した上で、柔軟な金融政策を運営し、その信認を更に確固たるものにしていくことこそが重要であるということになる。

この間、金融政策は景気回復の万能薬ではあり得ず、供給サイドに存在す

る構造問題を解決するための政策を代替することは不可能（山口 [1999]、白川 [2000]）という問題は、今回の景気停滞局面を通じて鮮明になってきている。ECB の Issing [1999]が、欧州では失業こそが最重要の構造問題であること、そして、失業率の持続的な低下は、短期的には一部の利害団体にとって痛みを伴う構造改革によってのみ達成できる、と表明していることからわかるように、中央銀行がこうした問題提起をすることは諸外国でも行われてきており、こうした金融政策と構造政策の役割分担に関する問題提起も今後の日本銀行の1つの課題と言えよう。

## 補論．長期国債買い切りオペの効果についてのグッドフレンドの議論

補論では、Goodfriend [1999]のサーベイに従い、ゼロ金利下での長期国債の買い切りオペが景気を刺激するメカニズムをやや詳しく説明する。

Goodfriend [1999]は、所与の消費を行う際に、貨幣を用いることで交換は円滑に行われ、取引に要する時間的費用を節約できる、と仮定する。以下では、こうした取引における利便性を高め、時間的費用を節約する、という意味で保有される貨幣から生じるサービスを狭義の流動性と呼ぶ。なお、所与の消費を行うために追加的貨幣保有増加によって節約できる時間は貨幣保有量の増加によって徐々に減少し、最後にはゼロになるとする<sup>40</sup>。

ここで、名目短期金利がゼロまで低下してしまうと、貨幣供給量を中央銀行が増加させてこれを短期国債と交換しても、もはや消費のための時間が貨幣の増加で節約され、生産が増加する、というメカニズムは働かない。言い

---

<sup>40</sup> ここで想定されている通貨需要のモデルは、McCallum and Goodfriend[1988]で示されたショッピング・タイム・モデルと呼ばれる考え方である。経済では資本ストックと労働を用いて、1つの財が作られる。その財は、消費することもできるし、投資財として生産にも用いることができる。家計は、余暇、消費する財を購入する取引、生産に時間を配分しつつ、消費と余暇から各期ごとに得られる効用の割引現在価値を最大化するように、生産、消費、投資、通貨需要残高、短期債券保有残高を每期每期選択する。最適な家計の貨幣需要関数は、将来のインフレ率や短期金利、過去の資本ストックや通貨需要残高に依存する複雑な関数になる。しかし、均衡における関係式を用いて家計の通貨需要関数を変形していくと、各期の通貨需要残高が、その期の消費と名目短期金利だけに依存する、ポートフォリオ・リバランス・モデルの通貨需要関数と同様の関係が存在する。

換えれば、狭義の流動性の対価である短期金融資産の金利がほぼゼロとなっているときには、経済全体の需要に比して十分な狭義の流動性が供給されていると考えられる。

一方、広義の流動性については、様々な資産を売却するか外部資金調達のための担保に使うかして、どれだけ容易に資金調達が可能か、という基準からみて提供される便益と定義している。従って、広義の流動性は、Bernanke and Gertler [1995]のいう「外部資金プレミアム ( External Finance Premium )」に対するエクスポージャーを小さくするために利用できる。以下でみるように、Goodfriend [1999]において、広義の流動性は、たとえ名目短期金利がゼロであっても、量的緩和政策が何らかの効果を及ぼし得るメカニズムの核心である。

さらに、Goodfriend [1999]は、ゼロ金利の下で物価が一定、短期金利の操作目標は不変との想定の下で、あらたなマイナスの総需要ショックに経済が見舞われた場合の政策対応手段として長期国債買い切りオペの効果を検討している。その場合、長期国債買い切りオペは、広義の流動性に働き掛ける政策手段と位置付け、その効果は、ポートフォリオ・リバランス・チャンネル、クレジット・チャンネルの2つの経路を通じて实体经济に波及すると整理している。

これら2つのチャンネルのうち、まず、メルツァー[1999]らが強調するポートフォリオ・リバランス・チャンネルを考えてみよう。公開市場買入は、長期国債と交換にマネタリーベースを増加させることによって、広義流動性を増加させる<sup>41</sup>。結果として、金融資産の保有者は、耐久消費財や、実物資本やそして知的・組織的資産に対する請求権を含む、流動性のより低い資産を取得することによって、そのポートフォリオをリバランスさせようとする。民間部門は、集計量としての過剰な流動性を免れることができない。しかし、

---

<sup>41</sup> 長期国債の換金可能性は高く、広義の流動性も高い、という点に注目すれば、長期国債をマネタリーベースに交換しても広義の流動性は増えないのではないかと、この疑問があり得よう。しかし、ゼロ金利下で長期国債金利が十分低下すると、将来の金利上昇によるキャピタル・ロスのリスクが相対的に高まり、通常期待されているほどには担保資産価値やキャピタル・ロスなしに換金できる可能性が低下する。従って、長期国債をマネタリーベースと交換すれば、広義の流動性は通常時よりも大きく上昇すると考えられる。

ポートフォリオをリバランスしようという試みは、負の需要ショックに伴って起こる資産価格の下落を幾らかは減殺させるだろう、と考える。資産価格が持ち直せば、家計は現在所得からより多く消費する。同時に、資産価格が上昇し、トービンの  $Q$  が十分に上昇すれば、投資が復活する。貯蓄率の減少と投資の増加は、所得、消費そして雇用の減少を多少食い止める。更に、実物的・組織的資本の限界収益と企業収益の上昇と消費の限界効用の低下は、資産価格をより上昇させる、とする。

次に、Bernanke and Gertler [1995]が強調するクレジット・チャンネルを考える。長期国債の買い入れは、より流動性の高い金融資産の増加と資産価格の上昇を通じて、外部資金プレミアムを低下させ、クレジット・チャンネルを通じた金融緩和効果を浸透させる。担保価値が回復し、正味資産が増加するとともに、銀行の資本が増加することで、外部資金プレミアムが減少すれば、クレジット・スプレッドは縮小し、銀行貸出も回復する。将来の期待所得を返済原資とする借入のコストが低下するために、支出が増加する。支出が増加すれば、今度は現在所得に乗数効果が生まれ、投資に加速度効果も働くかもしれない、と考える。

以 上

## 参考文献

岩田規久男 [2000a] 「長期国債買い切りオペを増額すべき」、『論争』、東洋経済新報社、2000年1月号

\_\_\_\_\_ [2000b] 「ゼロ金利の功罪 量的緩和の可能性」、『やさしい経済学』、日本経済新聞、2000年3月9～16日

伊藤隆敏 [1999] 「『インフレ・ターゲット』論」、朝日新聞、1999年11月13日

植田和男 [1999] 「金融政策の考え方：先見性 (forward looking であること) が重要」、『日本銀行調査月報』、1999年7月号

- \_\_\_\_\_ [2000] 「金融経済情勢と金融政策の枠組みを巡る議論」、千葉県金融経済懇談会におけるスピーチ要旨
- 翁 邦雄 [1999a] 「ゼロ・インフレ下の金融政策について 金融政策への疑問・批判にどう答えるか」、『金融研究』、第 18 巻第 3 号、日本銀行金融研究所
- \_\_\_\_\_ [1999b] 「マッキノン・メルツァー両教授へのリジョインダー」、『金融研究』、第 18 巻第 5 号、日本銀行金融研究所
- \_\_\_\_\_・白塚重典 [2000] 「非不胎化介入の『錯覚』」、『週刊東洋経済』、東洋経済新報社
- 白川方明 [1999] 「日本の国債市場の機能向上に向けて」、日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズ 99-J-3
- \_\_\_\_\_ [2000] 「金融政策は構造改革までは代替できない」、『週刊ダイヤモンド』、1 月 29 日号
- 白塚重典・藤木 裕 [1997] 「ウォルシュ・スベンソン型モデルについて インフレーション・ターゲティングの解釈を巡って」、『金融研究』、第 16 巻第 3 号、日本銀行金融研究所、33-59 頁
- 富田俊基 [1999] 『国債累増のつけを誰が払うのか』、東洋経済新報社
- 土居丈朗 [1999] 「わが国の政府債務の持続可能性と財政運営」、未定稿
- 浜田宏一 [1999] 「日銀の非不胎化政策は間違っている」、『週刊東洋経済』、11 月 13 日号
- \_\_\_\_\_ [2000] 「ゼロ金利下の金融政策にも経済回生の手段あり 小宮氏・翁氏への再反論」、『週刊東洋経済』3 月 11 日号、東洋経済新報社
- 速水 優 [2000] 「『物価の安定』と金融政策」、内外情勢調査会における講演、2000 年 3 月 21 日
- 深尾光洋 [2000] 「日本の実質金利、なお高い」、『経済教室』、日本経済新聞社、3 月 3 日
- 藤木 裕 [2000] 「財政赤字とインフレーション 歴史的・理論的整理」、IMES Discussion Paper Series 2000-J-6、日本銀行金融研究所
- マッキノン、ロナルド・I [1999] 「翁邦雄氏の『ゼロ・インフレ下の金融政策について』に対するコメント」、『金融研究』、第 18 巻第 5 号、日本銀行

行金融研究所

マンデル、ロバート [2000] 「日本の金融政策、通貨危機、そして金本位制」、Diamond Harvard Business、December-January 2000.

宮尾龍蔵 [1999] 「インフレーション・ターゲットとゼロ金利政策」、『国民経済雑誌』第180巻第6号、神戸大学

メルツァー、アラン・H [1999] 「返答：日本銀行には更に何ができるのか?」、『金融研究』、第18巻第5号、日本銀行金融研究所

山口泰 [1999] 「金融政策と構造政策：日本の経験」、『日本銀行調査月報』1999年11月号

渡辺 努 [2000] 「ゼロ金利下の政策コミットメント」、未定稿

Asher, David, [1999] “Japan’s Debt Trap,” *Asian Wall Street Journal*, September 7, 1999.

Bernanke, Ben S. [1995] “The Macroeconomics of Great Depression: A Comparative Approach,” *Journal of Money, Credit and Banking* 27(1), 1-28.

\_\_\_\_\_ [1999] “Japanese Monetary Policy: A Case of Self Induced Paralysis?” mimeo

\_\_\_\_\_, and Frederic. S. Mishkin [1997] “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?” *Journal of Economic Perspectives* 11, 97-116.

\_\_\_\_\_, and Mark Gertler [1989] “Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations,” *American Economic Review* 79, 14-31.

\_\_\_\_\_, and \_\_\_\_\_ [1995] “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission,” *Journal of Economic Perspectives*, 9 (4), pp. 27-48.

\_\_\_\_\_, and \_\_\_\_\_ [1999] “Monetary Policy and Asset Price Volatility,” *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Fourth Quarter, 1999, pp. 17-51.

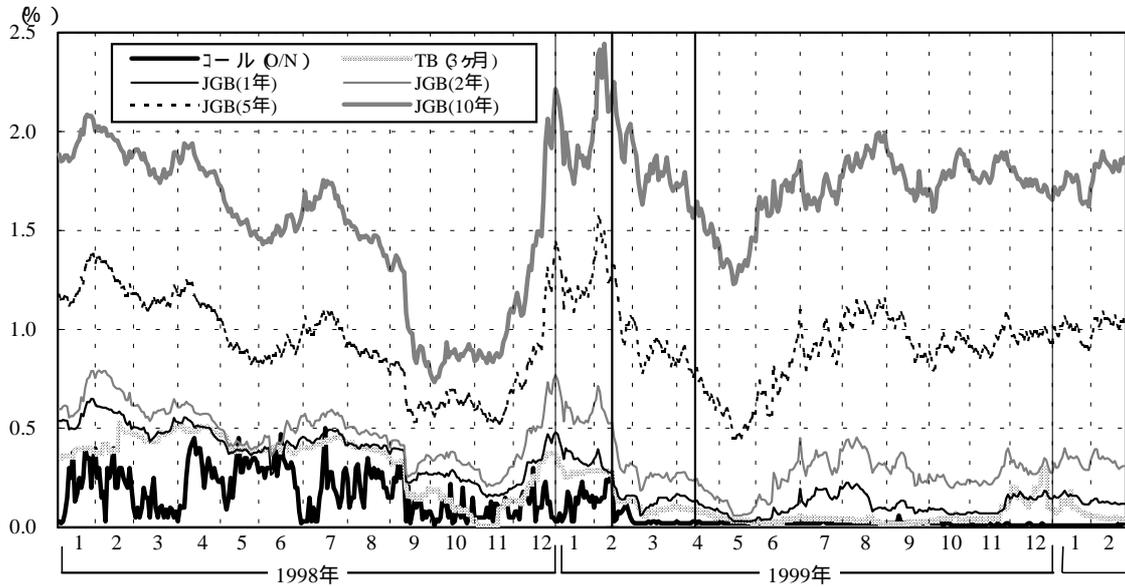
\_\_\_\_\_, Ben S., Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin, Adam S. Posen [1999] *Inflation Targeting*, Princeton University Press.

Clarida, Richard, Jordi Gali, and Mark Gertler [1999] “The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective,” *Journal of Economic Literature* 37, 1999, pp. 1661-1707.

- Cole, Harold L., and Narayana Kocherlakota [1998] “Zero Nominal Interest Rates: Why They’re Good and How to Get Them,” *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 22 (2), pp. 2-10.
- Eijffinger, Sylvester [1998] “Foreign Exchange Intervention: Objectives and Effectiveness,” Elgar Reference Collection.
- Fisher, Irving, [1933] “The Debt Deflation Theory of Great Depressions,” *Econometrica* 1, 337-357.
- Frenkel, Jacob A. [1998] “Central Bank Independence and Monetary Policy,” 『金融経済研究』 第 15 号
- Goodfriend, Marvin [1999] “Overcoming the Zero Bound on Interest Rate Policy,” 1999, mimeo.
- Greenspan, Alan [1997] “Remarks,” at the 15th Anniversary Conference of the Center for Economic Policy Research at Stanford University, Stanford, California, September 5, 1997.
- Ito, Takatoshi [1999] “A Target for the Bank of Japan,” *Financial Times*, October 19, 1999.
- Itoh, Motoshige, and Naoki Shimoi [1999] “On the Role of Monetary Policy in a Deflationary Economy: The Case for Japan,” mimeo.
- Issing, Otmar [1999] “The ECB’s monetary policy in the context of globalization” Speech at the European Central Bank at the conference “Weltachsen”, organized by the Center for European Integration Studies, the Center for Development Research and federal city of Bonn, Bonn, 11 November 1999.
- Krugman, Paul, R. [1999a] “Three Views on Liquidity Trap and Policy Implication.” mimeo.
- \_\_\_\_\_ [1999b] “Time on the Cross: Can Fiscal Stimulus Save Japan?,” September 21, 1999.
- \_\_\_\_\_ [1998] “It’s Baaack: Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 137-187.
- Kuttner, Kenneth N., and Adam S. Posen [1999] “Does Talk Matter After All? Inflation Targeting and Central Bank Behavior,” mimeo.

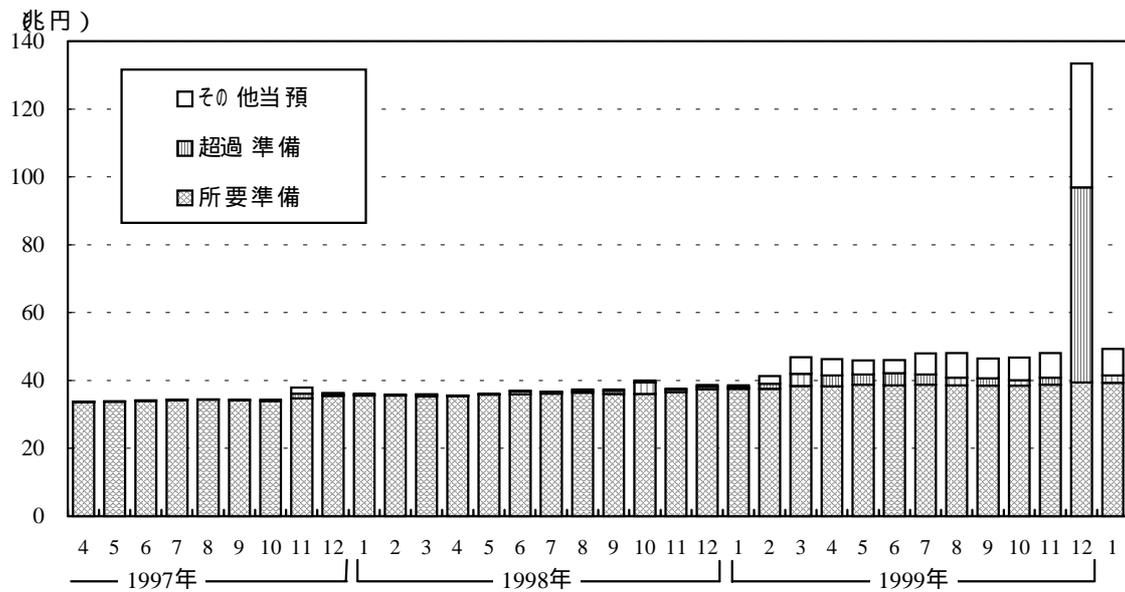
- McCallum, Bennett T., [1995] “Two Fallacies Concerning Central Bank Independence,” *American Economic Review* 85, *Papers and Proceedings*, 207-211.
- \_\_\_\_\_, and Marvin Goodfriend [1988] “Theoretical Analysis of the Demand for Money,” *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Richmond, January/February.
- Noyer, Christian, [2000] “The Short Past and the Long Future of the Euro,” speech delivered at the conference organized by ‘le Club des Affaires de Berlin e. V.’
- Okina, Kunio, [1999] “The risks of single-minded targeting,” *Financial Times*, November 10, 1999.
- Padoa-Schioppa, Thomaso, [1996] “Styles of Monetary Management,” *Monetary and Economic Studies* 14 (1), 40-64.
- Sargent, Thomas, and Neil Wallace, [1981] “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic,” Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Quarterly Review* 5, 1-17.
- Shiller, Robert [1990] “The Term Structure of Interest Rates,” in B. M. Friedman and F. H. Hahn Eds. *Handbook of Monetary Economics* Vol. 1, Elsevier Science Publishers, 1990.
- Woodford, Michael, “Commentary: How Should Monetary Policy Be Conducted in a Era of Price Stability?,” mimeo, 1999.

図表1：市場金利の推移



備考：Bloomberg

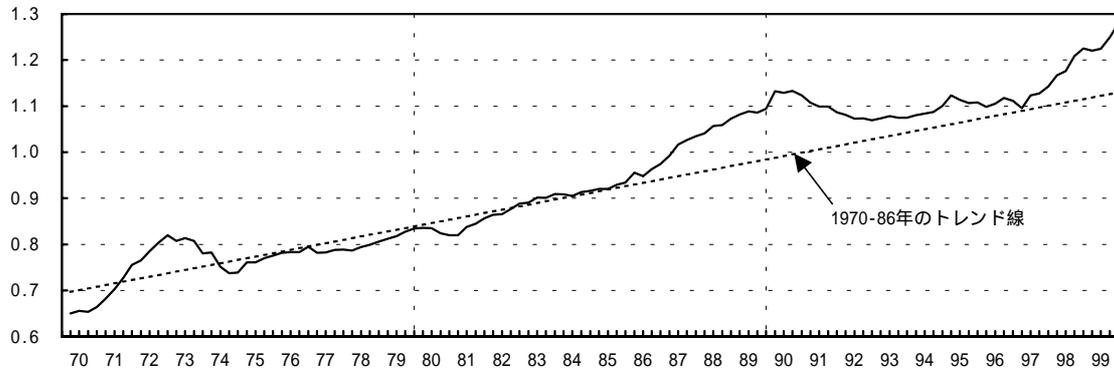
図表2：準備預金の積み立て状況



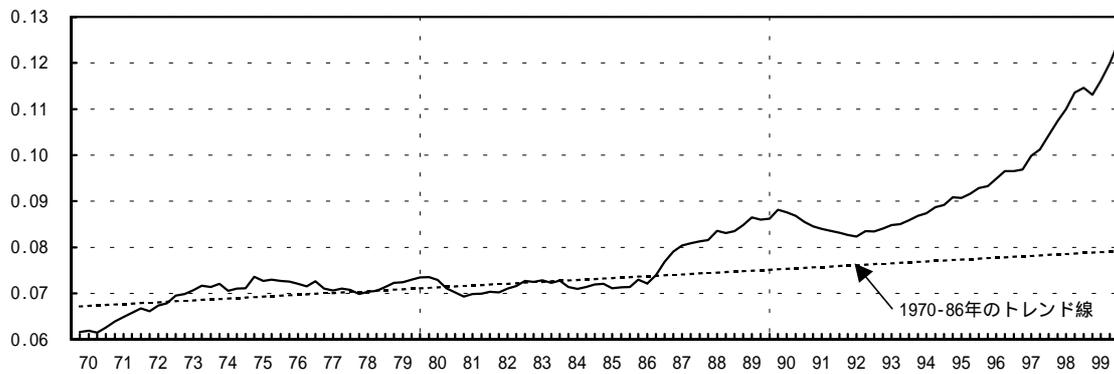
資料：日本銀行「金融経済統計月報」

図表3：マーシャルのkと信用乗数

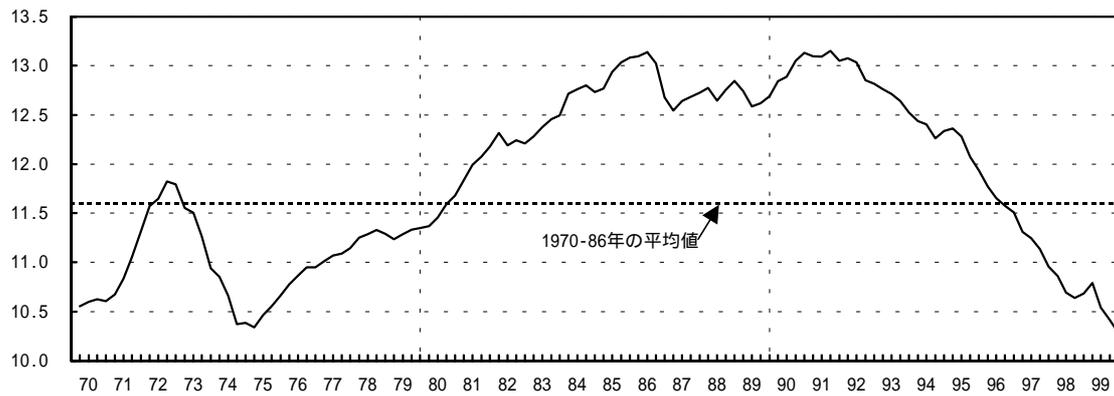
( 1 ) M2+CD でみたマーシャルのk



( 2 ) マネタリーベースでみたマーシャルのk



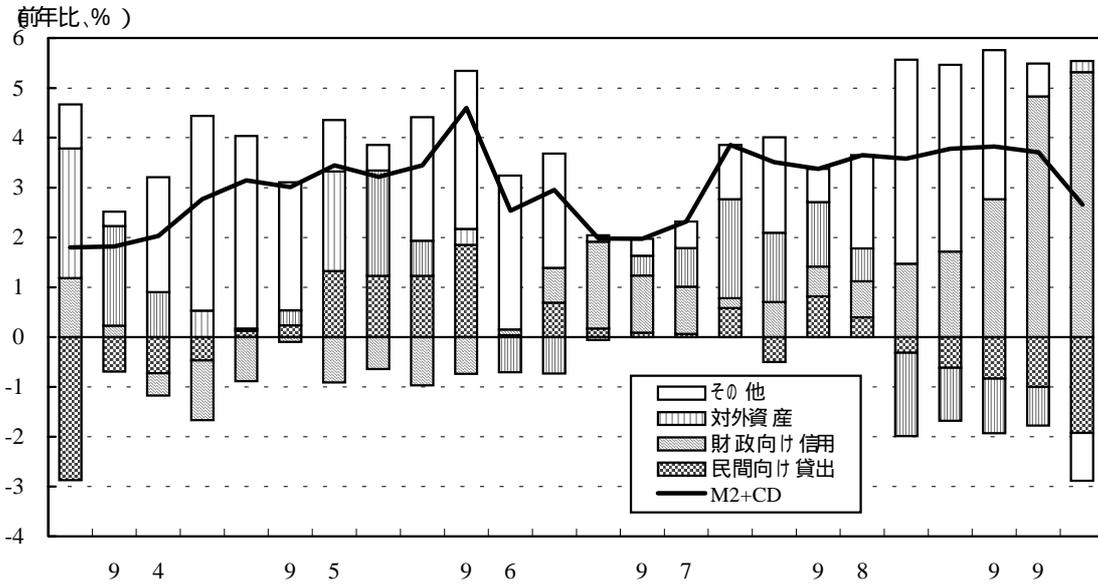
( 3 ) 信用乗数



資料：日本銀行「金融経済統計月報」、経済企画庁「国民経済計算年報」

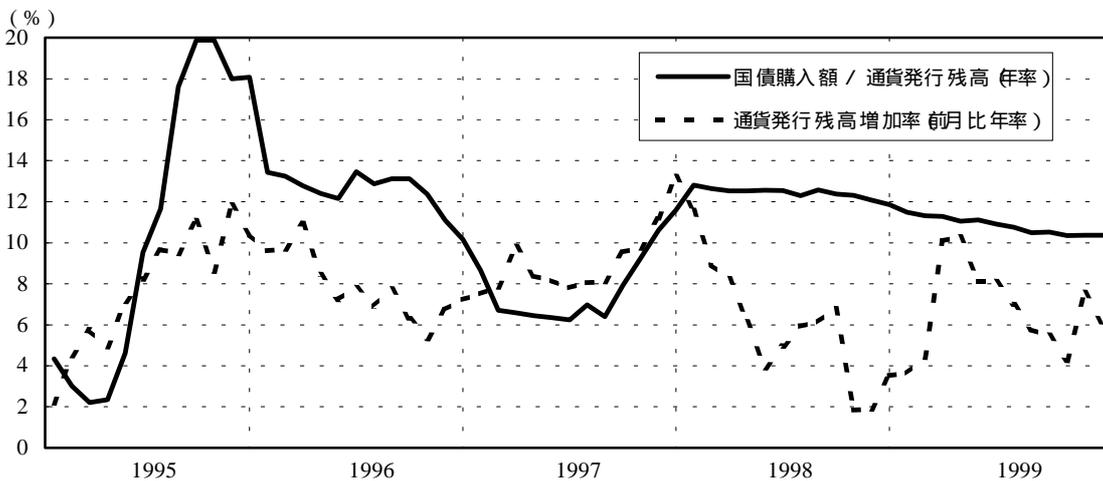
備考：マーシャルのkのトレンドは、1970年から1986年までのサンプルにより計算。

図表4：M2+CD と信用面の対応



資料：日本銀行「金融経済統計月報」

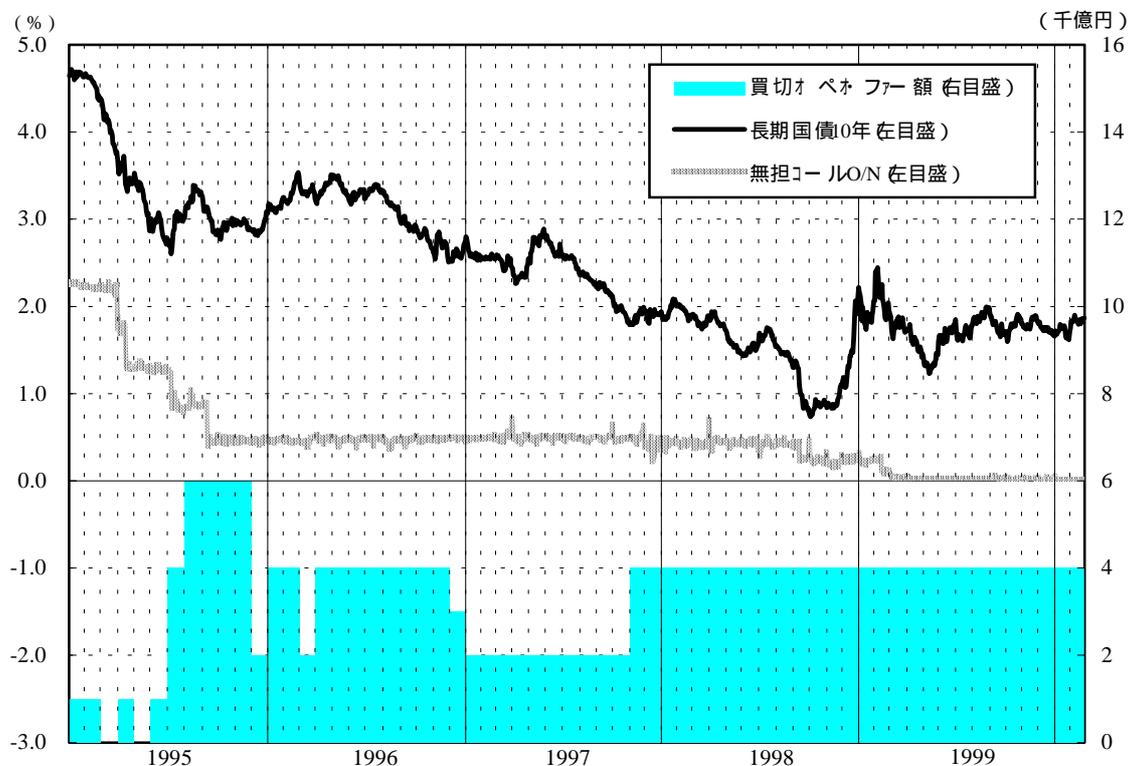
図表5：長期国債買い切りオペの規模



資料：日本銀行、「金融経済統計月報」

備考：プロットした計数は5ヶ月移動平均値。

図表6：長期国債買い切りオペ増減と長短金利



資料：日本銀行、「金融経済統計月報」

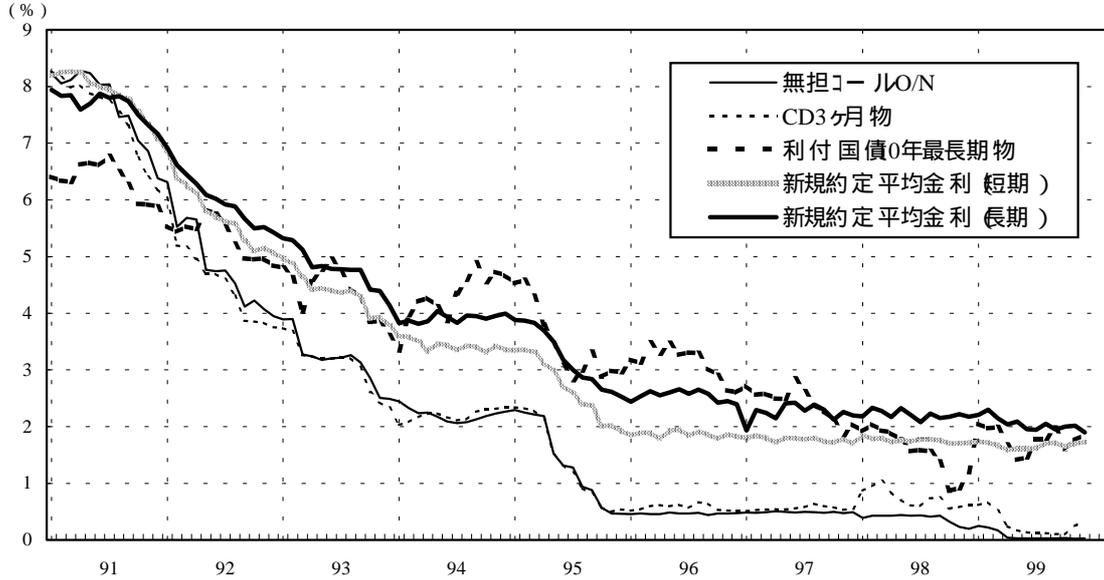
図表7：中央銀行の国債保有高

	時点	総資産(a)	国債無条件保有高		うち長期国債	
			(b)	(b)/(a)	(c)	(c)/(a)
日本銀行(兆円)	99/3月末	79.7	49.1	61.5%	29.7	37.3%
FRB(億ドル)	98/12月末	5,446	4,521	83.0%	2,082	38.2%
ECB(億ユーロ)	99/1月初	6,994	602	8.6%	n.a.	n.a.

資料：日本銀行「平成10年度業務概況書」、Federal Reserve Board「85th Annual Report, 1998」、European Central Bank「Consolidated Opening Financial Statement of the Eurosystem as at 1 January 1999」

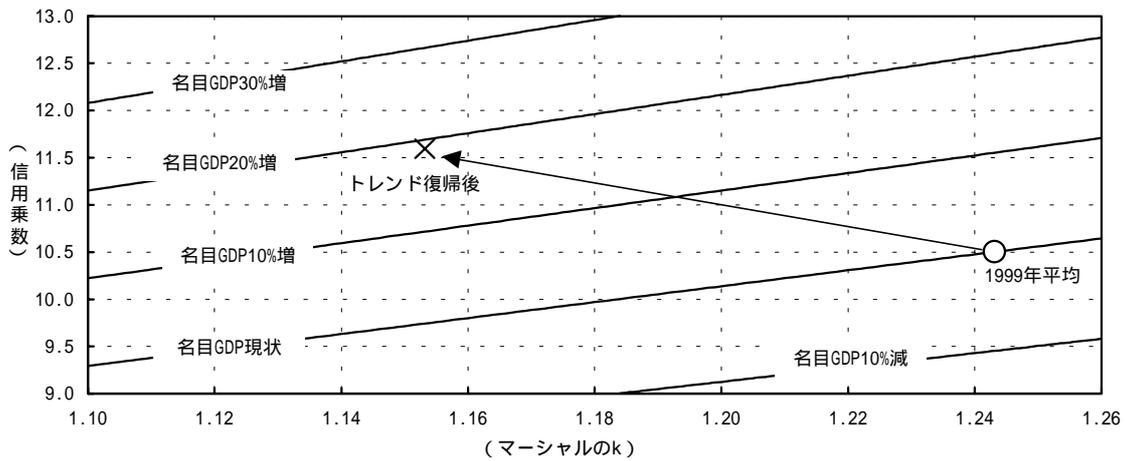
備考：FRBの長期国債保有残高は、残存期間1年超のもの。

図表8：市場金利と貸出金利



資料：日本銀行「金融経済統計月報」

図表9：マネーの余剰度合い



資料：日本銀行「金融経済統計月報」、経済企画庁「国民経済計算年報」

備考：図には、1999年平均のマネタリーベース残高を前提として、ある水準の名目GDPと整合的なマーシャルのkと信用乗数の値をプロットしている。例えば、マーシャルのkが1970～1986年までのトレンドへ、また信用乗数が1970～1986年の平均値へ戻った場合に必要な名目GDPの水準は、1999年平均のからxにまで上昇する必要がある。

図表10：オペの規模

(1) マイルドな長期国債買い切りオペの実施可能総額

単位：兆円

回収時の 長期金利	回収の時期（年後）					
	0	1	2	3	4	5
2.5	54.8	60.2	66.9	75.6	87.1	103.3
3.0	28.1	30.8	34.2	38.5	44.3	52.4
3.5	19.2	21.0	23.3	26.2	30.0	35.4
4.0	14.8	16.1	17.8	20.0	22.9	27.0
4.5	12.1	13.2	14.6	16.3	18.6	21.9
5.0	10.4	11.3	12.4	13.8	15.8	18.5
5.5	9.1	9.9	10.8	12.1	13.7	16.1
6.0	8.2	8.8	9.7	10.7	12.2	14.2

(2) アグレッシブな長期国債買い切りオペによるキャピタル・ロス

単位：兆円

回収時の 長期金利	回収の時期（年後）					
	0	1	2	3	4	5
2.5	2.6	2.4	2.2	1.9	1.7	1.4
3.0	5.1	4.7	4.2	3.7	3.3	2.7
3.5	7.5	6.8	6.2	5.5	4.8	4.1
4.0	9.7	8.9	8.1	7.2	6.3	5.3
4.5	11.9	10.9	9.9	8.8	7.7	6.6
5.0	13.9	12.8	11.6	10.4	9.1	7.8
5.5	15.8	14.6	13.3	11.9	10.5	9.0
6.0	17.7	16.3	14.9	13.4	11.8	10.1

(参考) 長期国債の時価変動（クーポン 2%として試算）

金利	残存期間（年）					
	10	9	8	7	6	5
2.5	95.6	96.0	96.4	96.8	97.2	97.7
3.0	91.5	92.2	93.0	93.8	94.6	95.4
3.5	87.5	88.6	89.7	90.8	92.0	93.2
4.0	83.8	85.1	86.5	88.0	89.5	91.1
4.5	80.2	81.8	83.5	85.3	87.1	89.0
5.0	76.8	78.7	80.6	82.6	84.8	87.0
5.5	73.6	75.7	77.8	80.1	82.5	85.1
6.0	70.6	72.8	75.2	77.7	80.3	83.2