

# IMES DISCUSSION PAPER SERIES

## 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

コメントおよびリジョインダー

コメント：ロナルド・I・マッキノン

アラン・H・メルツァー

リジョインダー：おきな 翁 くにお 邦雄

Discussion Paper No. 99-J-38

# IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 日本橋郵便局私書箱 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・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

コメント：

「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」

ロナルド・I・マッキノン\*

「返答：日本銀行にはさらに何ができるのか？」

アラン・H・メルツァー\*\*

リジョインダー：

「マッキノン教授・メルツァー教授へのリジョインダー」

翁 邦雄\*\*\*

キーワード：金融政策、ゼロ金利、長期金利、インフレーション・ターゲットティング、国債買い切りオペ、量的緩和、超過準備、ベースマネー、バランスシート問題、流動性の罫

JEL classification： E52, E58

\* スタンフォード大学

\*\* カーネギー・メロン大学、アメリカン・エンタープライズ・インスティテュート

\*\*\* 日本銀行金融研究所長

## 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

スタンフォード大学  
ロナルド・I・マッキノン

1991年に日本の株価と地価のバブルが崩壊して以降、日本銀行はデフレを食い止めるために必要な金融緩和策を実行していない、という国内外からの厳しい批判にさらされている。1999年央の時点では、批判は更なる円高 景気回復を妨げるデフレ圧力を強める円高 を阻止するために為替介入資金を日本銀行は不胎化すべきかどうか集中している。

具体的には、1999年に日本銀行は何度か介入を行なったが、6月初めに120円 / ドルであった円 / ドル・レートが9月末に104円まで上昇するのを阻止できなかった。しかしながら、日本銀行はこれらの介入資金を不胎化することを選んだ。これに対して、大蔵省は介入をより効果的にし、沈滞する経済を刺激するために、円建てベースで大幅に増加した外貨準備を活用してマネタリーベースを拡張させるため、介入を非不胎化するよう要望した。その後、9月24・25日にワシントンで開催されたG7蔵相会議では、各国は、今後、円高を抑止する国際協調を行なう条件として、日本銀行がより「拡張的な」政策運営を行なうようさらなる圧力をかけた。

翁邦雄氏が正に強調しているとおり、この日本銀行に対する（そしてほかのいくつかの）批判は誤りである。流動性の罫の下でマネタリーベースが十分すぎるぐらい拡大（over-expanded）しており、短期金利はすでにゼロに張り付いている。為替レートと円金利を左右する期待が変わらない限り、介入の不胎化・非不胎化にかかわらず、日本銀行自らが産出量や為替レートに影響を与えることはできない。しかしながら、円高抑止のための海外中央銀行との協調介入であればこうした期待を変え得るかもしれない。

このコメントでは、日本銀行に対する批判に反論する翁氏の主要な論点について、大野健一氏との共著の『ドルと円:日米通商摩擦と為替レートの政治経済

学』[1998]とそれに続くいくつかの論文の中で展開した代替的な理論を用いて、検討していきたい。そうした訳で、まずこの代替的な理論の概略から始めたい。

## マッキノン＝大野の要約

低金利持続を余儀なくされる状況の下での円高圧力という、日本の金融的な窮地を理解する鍵となるのは、円が10年、20年あるいは30年先に今よりさらに増価するであろうという期待である。マッキノン＝大野では、この長期的な期待は、さらなる円高を阻止しようとする米国からの強いシグナル（例えば、連邦準備制度と日本銀行による（継続的な）協調介入）のみが覆せるであろうと議論している。

長期円高期待（ever-higher yen）は何も新しいものではない。為替レートが360円であった1971年以来、104円となった1999年現在まで、円高は名目ベースで年率平均4%のペースで進行してきた。1971年から円の対ドル・レートが80円の最高値を記録した1995年4月まで、われわれは円高が主として米国からの通商圧力（しばしば日米間の貿易摩擦にも発展した）により進行してきたと考えてきた。米国は自国の貿易赤字の悪化にだけ目を奪われていたし、日本はその米国の最大でもっともアグレッシブな貿易相手国であった。

1995年中頃、米国の政策が一変した。財務省は「強いドル」政策を発表し、以来、円はピークから下落してきた。にもかかわらず、米国の一方的な（unbalanced）政治・経済的圧力の経験によって、この小康状態が単に一時的なものだという不安が植え付けられている。実際、1999年における米国の貿易赤字（そして日本の貿易黒字）の急拡大によって米国の通商圧力が再燃するであろうという観測が高まっている。

しかし円高の原因は米国からの通商圧力だけではなかった。円高圧力をもたらす第2の、補完的な経路が存在していた。約20年間、日本は経常黒字が続いている。日本からの公的な資本流出を別にして、この累積的な経常黒字の多くは、日本の金融機関（銀行や保険会社、信託基金など）がドル建て資産を拡大させることで運用されてきた。実際、ドル建て資産は円建て資産に比べて高い名

目金利で運用できる。しかし為替リスク、すなわち、こういった金融機関が円高によってキャピタル・ロスをこうむる可能性は20年前よりも大幅に高まっている。そうした金融機関の保有するドル建て資産が大きく拡大したため、1990年代終わりにはドル建て資産を購入し続けるインセンティブは大きく後退している。日本からの資本流出が低迷している結果、今日では経常収支それ自体が米国からの直接的な通商圧力とは別に 円高圧力となっている。

この持続的な円高圧力が金融市場では20年以上前から認識されていたということは驚きに値しないであろう。金利平價説とも整合的であるが、1978年以降、日本の金利は全ての満期にわたって米国よりも平均4パーセントポイント低い。そしてこの金利差は、1990年代後半に至っても、市場の予想に反して円安が生じた時にでさえ、縮小していない。将来円高になるという市場の期待は、(驚くほど)円が弱い現在でさえ、非常に堅固なものである。

米国の名目金利と期待インフレ率が非常に高かった1970年代と1980年代には、より低い金利とそれに対応した低いWPI上昇率は日本にとって問題でなかった。しかしながら、1990年代半において、米国のインフレ期待が低下し、米国の金利がある程度の水準まで低下した。すると、長期円高期待によって4パーセントポイント程度、米国金利を下回っていた日本の金利はゼロまで低下を余儀なくされた。したがって、日本の流動性の罨とWPIといった広範な財の取引価格に関する指標によって最も的確に捕捉される相対的なデフレーションは、意図的な米国の政策の帰結というよりはむしろ偶然として外生的にもたらされたものである。

マッキノン＝大野によれば、円価値を長期的に信認のあるかたちで安定させることを目的とする米国との通商・為替協定を結ぶことが、長期円高と現下の日本のWPIデフレに関する期待を終息させるために必要である。こうした協定を締結することなく、円高期待が持続する状況の下では、日本の物価・景気の押し上げあるいは流動性の罨からの脱出のために日本銀行単独で実行可能なことはかなり限られている。したがって、われわれは、日本銀行が十分に金融緩和 (sufficiently inflationary) を行っていないという多くの批判が不適切であるという翁氏の意見に同意する。

それでは、このマッキノン = 大野の見方から、批判に対する翁氏の具体的な反論について検討していこう。

### **(1) 大恐慌期の 1929 年から 1933 年に米国の CPI の下落は 1990 年代における日本の CPI の低下よりもはるかに大きいものであったこと**

実際、日本のCPIは1990年代には低下しているのではなく年率約1パーセントで上昇している。したがって、国際的な標準からみれば、日本銀行は1990年代に適切なインフレ目標値を実現してきたと主張することができる。しかしここには2つの問題がある。

第1は、CPIは持続的なデフレ圧力を計測するために最適な指標ではないとの可能性である。日本ではバラッサ = サミュエルソン効果が依然として顕著であると思われるため、WPIは1985年以降大幅な下落が続いている。米国の対応する指標と比べても下落幅は大きい。そしてもちろん、地価の下落も続いている。このため、CPIの代わりにこれらの物価指標で名目金利を実質化すれば、日本の実質利子率はより高くなる。

第2の問題は、物価水準の下落が持続的なことである。1929年から1933年の米国での物価水準の急落は驚くべきものだった。しかしながら、1930年代後半の米国の金融市場では、再びそのような大規模の落ち込みが生じるとは予想していなかったであろう（もっとも、1930年代には、米国金利を低下させる多少のフィッシャー効果がおそらく存在したであろう）。これに対して、1971年から1995年に至るまで円高を進行させてきた米国の絶え間ない圧力、そして、2000年代においてその圧力が復活するのではないかという不安は、この20年来続いているものである。持続的な効果が市場で予想されることは大いにありえよう。このため、たとえ、日本は、米国1930年代初頭のようなショッキングな物価低下を経験してはいないとしても、持続的な円高圧力によって日本の名目金利は米国よりも押し下げられることになるだろう。

### **(2) 日本の金融政策はアコモディティブに運営されているか？**

翁氏が、日本銀行はアコモディティブな政策運営を行なっている、と強調したのは正しい。1994年以降、ベースマネーの流通速度は大きく低下している  
そしてより広義の量的金融指標は日本のGNPを上回る拡大が続いている。

いずれにせよ、「アコモディティブである」という表現は適切である。民間投資のリスクが大きいとき、もし外生的要因（一段の円高とWPI低下に対する期待）によって名目金利が低下すれば、次の理由によりベースマネーに対する需要は増加するだろう。

- (i) 名目利子率はゼロ近傍まで押し下げられていること。
- (ii) 為替・長期債券市場のボラティリティが上昇し、投機的な通貨需要が増加すること。

日本銀行は（受動的に）このベースマネー需要の増加をアコモデートしているが、国内的な金融政策手段だけでは、（能動的に）経済活動を拡大させることは不可能である。ゼロ金利と為替レートに対する根強い期待（unchanged foreign exchange expectations）を伴う流動性の罠に陥っている状況の下では、日本銀行が無力であることは、特に明白であろう。

したがって、翁氏が、（クルーグマン教授が望むような）単に現状よりも高いインフレ目標値を宣言しても、日本銀行にそれを達成する手段がない限り、信認を得ることはできない、と主張しているのは完全に正しい。

商業銀行の超過準備を目標とするのは、実務的には可能であるかもしれないし、そうでないかもしれない。しかし、より高い超過準備ですらまた、ベースマネーに対する投機的な需要　銀行によるものでさえ　が無限に存在するのであれば、経済活動を拡大させることはできないであろう。

### (3) 日本銀行は国債を購入すべきだろうか？

政府と中央銀行が一体であると考えられる統合政府（integrated government）の観点からは、日本銀行が国債を購入するか、（郵便貯金を原資とする）財政投融资が購入するかは問題ではない。名目金利が通常の水準に戻るのであれば、両機



関は大規模なキャピタル・ロスのリスクを抱えることになる。しかしながら、キャピタル・ロスを被る可能性を別にしても、日本銀行が国債を直接引き受けるという先例をつくらない方が良いであろう。

#### (4) 円安に対する制約

私は、(一定ではないとしても)長期円高期待が存在する限り、国内の超過流動性を拡大させても、一般に期待されるような円安が生じるとは限らないことを主張してきた。しかしながら、どの程度政府が実質為替レートを切り下げようことができるかとの点についてはまた別の政治・経済的な制約が存在している。不況にある大国日本の景気を刺激するために、無制限の金融拡張論者 Meltzer [1998]、Krugman [1998a, 1998b]参照 は円を購買力平価よりも低い水準へ急速に下落させればよいと考えている。この考えはいくつかの点で間違っている。

- (i) ドミノ効果:他のアジア諸国の通貨は更なる減価を余儀なくされるであろう。特に元/ドル・レートが5年以上も安定した水準にある、中国の微妙な均衡が成立している状況は維持困難となろう。
- (ii) 他の先進諸国の保護主義者からの反応:1999年には既に、米国市場に対する日本の鉄鋼輸出を巡って、主要な貿易紛争が生じている。
- (iii) 期待効果:円安に直面しても将来の円価値に対する期待が大きく変わらないのであれば、将来の円高不安は、依然として残るし、むしろ強化されさえもするであろう。

特に、日本には巨額の貿易黒字があるので、もし円が120円程度の購買力平価を超えて急落すれば、この論争の主唱者の多くが潜在的な大災難がおこることを認識している。このため、日本の金融政策は2つの意味で身動きが取れなくなっている。すなわち、名目金利はこれ以上引き下げることができないし、円の市場為替レートを大幅に下落させることも難しい。しかしながら、長期的に適切な見方からは、高すぎるのは、現在の実質為替レートではなく、(遠い)将来の名目為替レートである。

(5) 「為替レートを本気でコントロールしようとするれば、金融政策を為替レートに割り当てる固定相場制に復帰するなど、市場参加者の期待構造を根本的に

覆すような政策レジームの切り替えを覚悟する必要がある。」(翁 [1999]、139頁)

翁氏の見解は完全に正しいし、マッキノン＝大野の主張とも整合的である。しかし、これに付け加えるならば、長期的に円相場を安定させるためには、米国にも多かれ少なかれこの問題の責任があるため、まず米国との協調が必要である、と考えている。これが、長期円高期待と日本経済のデフレ圧力を終らせる鍵である。

もしこうした、例えば、120円/ドル程度のベンチマーク水準の周辺(長期的なベンチマークが存在する限り正確な数字はあまり重要ではない)で長期的に為替レートを安定化させるとの日米による協同プログラムが信認を勝ち得ることができれば、日本の名目金利は国際的な水準にまで跳ね上がるであろう。その後、為替レートの安定を保つために、ベースマネー需要が減少するのに合わせ、日本銀行は実際にマネタリーベースを現在の水準から縮小させなければならなくなるかもしれない。実際、現在のマネタリーベースを大幅に拡大させよというクルーグマン＝メルツァー提案は、日本銀行の最終的な調整の問題をより難しくするであろう。

円高に歯止めをかけるため、日本銀行の為替介入と同時にマネタリーベースを拡大させるという、不胎化介入対非不胎化介入の問題はどうであろうか。明らかに、外生的な要因による流動性の罨と流通しているベースマネーの「超過」状態の下では、不胎化の問題は重要ではないし、日本銀行による単独介入は効果が小さいであろう。

米国との協調を確実にするために必要なときのみ、日本銀行が非不胎化介入を実行することに意味がある。しかしながら、もし継続的な協調介入のシグナリング効果が、長期円高期待を終息させることに成功すれば、円資産の名目金利は上昇し、マネタリーベースへの需要も減少するであろう。このため、非不胎化介入によって創出された新しいベースマネーは、急速な円安を防ぐために迅速に吸収されなければならないであろう。

結論として、日米両政府による協調介入を通じて長期円高期待を終らせるこ

とにより、日本の金融政策を流動性の罠から解放することが一義的な問題なのである。不胎化対非不胎化の問題も含めて、日本銀行に対する多くの批判は二義的なものであり、一般的に正当な根拠はない。しかし、そうした批判が長期円高期待を鎮める必要があるという主要な問題から注意をそらしているのである。

## 参考文献

翁 邦雄、「ゼロ・インフレ下の金融政策について 金融政策の疑問・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、1999 年、121～154 頁

ロナルド・I・マッキノン、大野健一、『ドルと円:日米通商摩擦と為替レート  
の政治経済学』、日本経済新聞社、1998 年 (McKinnon, Ronald I., and Kenichi Ohno, *Resolving Economic Conflict Between the United States and Japan*, MIT Press, 1997 )

Krugman, Paul, “Japan’s Trap,” <http://web.mit.edu/krugman/www/japtrap.html>, May, 1998

\_\_\_\_\_, “Japan: Still Trapped,” <http://web.mit.edu/krugman/www/japtrap2.html>, November, 1998

McKinnon, Ronald I., “McKinnon on Japan: Wading in the Yen Trap”, *The Economist*, July.24,1999, Pp.83-86

\_\_\_\_\_, and Kenichi Ohno, “The Foreign Exchange Origins of Japan’s Economic Slump in the 1990s: The Interest Rate Trap” forthcoming in *The World Economy*.

Meltzer, Allan, “Time to Print Money”, *Financial Times*, July.17,1998.

## 返答：日本銀行にはさらに何ができるのか？

カーネギー・メロン大学、  
アメリカン・エンタープライズ・  
インスティテュート  
アラン・H・メルツァー

翁氏による日本銀行の政策運営を擁護する論文にコメントする機会を得たことは光栄である。翁氏は極めて説得力のある議論を展開されていると思われる。ここではまず彼が指摘した2つの重要な論点に同意することから始めたい。

第1に、現在の日本経済は、1929年から33年にかけて米国や日本が経験したような「大恐慌」に陥ってもいなければ失業の増加や所得、物価そして通貨供給量の減少も経験していない。株価や地価、住宅価格の下落は、日本の家計部門の富を劇的に減少させ、商業銀行の貸付金の損失は大恐慌時の米国での損失を超えているが、類似点はそこまでである。

第2に、日本経済は、金融政策が物価や産出量あるいは他の重要な経済変数に影響を及ぼすことができないような状況、すなわち「流動性の罠」に陥っていない、ということに同意する。賃金や財価格は低下しているし、土地や住宅価格は下落を続け、円/ドル・レートは1998年6月の145円から、私が現在この原稿を書いている間に約104円程度にまで上昇している。こうした状況はどれも流動性の罠と整合的であるとは思われない。物価下落と円高は、通貨に対する超過需要を反映している、というのがより妥当な説明であろう。

翁氏や他の多くの人々が、金融政策は緩和的である、あるいはアコモディティブに運営されているとしている。私はこの点には同意できない。物価下落と円高をみれば、国内外の資産保有者は日本銀行が供給している以上の円建て通貨を保有したいと考えていることが推測される。人々は円建て資産を創り出すことはできないが、円買い需要を拡大させることを通じて円建て資産の実質価値を上昇させることができる。円需要は物価水準を下落させ、円/ドル・レートを増価させることになる。

もし日本銀行が通貨供給量の伸びを拡大させれば、以下の4つの重要な目標達成をより容易にするであろう。すなわち、(1) 現在と将来期待される賃金・物価のデフレーションを阻止すること、(2) 通貨に対する超過需要を超過供給にかえ、支出拡大を促すこと、(3) 住宅・土地価格の下落を食い止め、それによって金融システム (financial system) を健全化させ、実質資産の損失を終息させること、そして(4) 為替レートを減価させ、日本経済の国際競争力を引き上げること、につながる。確かに最初の3つの目標を達成する方法については意見が分かれるであろうが、目標としては議論の余地はない。これに対して4つめの目標は依然として異論の多いところであり、追加的な議論を行っておきたい。

円の減価は日本の隣人諸国や貿易相手国に対して損失を与える、といった議論がしばしば聞かれる。これは日本の景気回復は、他国を犠牲にして実現されるべきではない、ということになる。しかしながら、そのような意見は誤解に基づいている。実質為替レート 国内外の物価水準の格差で調整された市場レート は世界経済における日本の競争力を回復するために変化しなくてはならない。したがって、問題とすべきは実質為替レートが変化するかではなく、どのように変化させるかとの点である。

実質為替レートを変化させるには、3つの可能性がある。第1は、市場レートを減価させるために緩和的な金融政策を採用することである。第2に、最近の政策対応とは逆行するが、将来的に均衡を回復する程度まで物価と賃金を下落させることも考えられよう。第3は、米国、ヨーロッパ及びその他世界各国が、日本の調整を容易にするために十分なだけ、インフレを引き起こすよう期待することである。あるいは、物価と為替レート両者の調整を期待することもできよう。

主要各国がインフレを引き起こすという願望はさておくとすると、賃金と物価の下落は為替レートの減価と代替的である。他の代替的手段は存在しないのである。近隣諸国や貿易相手国に大きなコストがかかるとして為替レートの減価に反対する人々は、日本のデフレーションもまた日本の貿易相手国や近隣諸国、そして日本国民にとってコストが大きいことを認識するべきである。過去10年間の経験に裏打ちされた私の見解からは、為替切り下げは日本やその近隣諸国の経済的繁栄の回復のために、より安価で、より早い方法であると信じる。

日本の労働力は有能で生産的である。日本の製造業は多くの産業で創造的で強力な競争相手である。だからこそ、日本は世界で2番目の経済大国となった。確かに構造的な問題が多数議論されているが、日本には円の切下げを活用して生産を拡大させることができる国際競争力の基盤が存在する。日本が高水準の雇用と経済成長を取り戻した暁には、近隣諸国や貿易相手国からの輸入が増加するであろうし、円も増価するであろう。日本が成長すればアジアの経済的繁栄の回復を促し、世界経済の成長に貢献するであろう。

翁氏は長期国債の購入とドル購入を金融緩和の方法として比較している。そのいずれか、あるいは両方ともが機能するかもしれない。実際は、両方が同じように機能するかもしれないし、バランスシートから日本銀行が何を購入したのかを確認しなければ、部外者はどちらの政策が採られたのかわからないであろう。

約2年前、私は日本銀行に5つの行動を起こすよう促した。それは (1) あらゆる資産（金利ゼロのTBは除く）を買い入れてマネタリーベースを拡大させること、(2) デフレのリスク、あるいはそれが再来する可能性のある限り、こうした資産購入を続けると宣言すること、(3) 民間部門には資産価格の下落を終息させる責任があるが、日本銀行は、デフレを終息させ、支出拡大を促すことで、民間部門の努力を支援する政策的な対応を持続していくことを宣言すること、(4) 政府（あるいはその関係機関）が金融システムの損失の多くを負担することを受け入れること、そして (5) 為替レートが拡張的金融政策に沿って、（一時的に）減価することを容認すること、の5つである。

銀行システムの問題は改善してきており、景気後退には終止符がうたれつつある。もし日本銀行が他の政策対応も採用すれば、日本はインフレなき経済成長へとより早期に復帰するであろう。

最後に、日本銀行の資産内容の安全性・健全性にコメントしておきたい。私は、長期国債の買い入れが日本銀行の資産内容に対する信認や安全性をゆるがすことはあり得ないと考えている。インフレなき成長へ復帰することで、日本銀行の債務返済能力を損なうほど金利が上昇すると信じる理由は殆どない。より一

歩踏み込んで、日本や米国、そして他の諸国における多くの民間金融機関は、毀損したバランスシートを抱えつつ、長期にわたって業務を続けてきた。日米両国政府は、現在および将来予想される債務がその資産を大きく超えている。しかしながら、人々は米国と日本の国債を世界でもっとも安全な資産と考えている。私は、日本銀行の債務返済能力を損なうような事態が発生した場合に政府がこれを補填して日本銀行を支える保証について、何らかの疑念があると信じる理由はないと考える。これまで中央銀行が債務不履行に陥ったことはないし、責任ある政府がこうした事態の発生を許すことはないと考える。

日本銀行は不安や懸念を忘れるべきである。デフレーションを阻止するための拡張的金融政策は、日本やアジアそしてその他世界各国にとって望ましいものである。一時的な通貨の減価といった短期的なコストにばかり気をとられ、近年のデフレ的政策を続けることで、長期の利益を先送りしてしまうことは間違いである。そして、短期的なコストは、景気後退とデフレーションが持続することのコストと比べて小さいため、この主張はことさら正当化されよう。

## マッキノン教授・メルツァー教授へのリジョインター

日本銀行金融研究所  
翁 邦雄

### はじめに

マッキノン教授のコメント冒頭に手際良くまとめられているように、私が「ゼロインフレ下の金融政策」を1999年初夏にディスカッションペーパーの形で公表してから、日本銀行の金融政策運営を巡って新たな議論が巻き起こっている。

メルツァー教授・マッキノン両教授からいただいたコメントは、こうした事態を踏まえたうえで、私の論文を手掛かりとして、日本銀行の金融政策について論じたものとなっており、日本銀行の金融政策に対する一定の理解（マッキノン教授）から強い批判（メルツァー教授）までの幅広い見方が端的に表れていると思われる。それだけに、これらのコメントに基づいてさらに議論を展開する機会が得られた事は、現在の日本銀行が直面している金融政策上の問題の理解を深めるうえで、極めて有用であり、こうした機会を与えて下さった両教授に深く感謝したい。

以下では、両教授のコメントでほぼ共通に取り上げられている幾つかの重要な論点を中心に、尊敬するマネタリストであるメルツァー教授の批判に主として答える事を念頭において、いくつかの点について追加的に見解を示しておきたい。

### （１）経済のおかれた状況と金融政策

まず、日本経済の状況が米国の大恐慌と全く異質のものであることについては、概ね、コンセンサスが得られたと考える。メルツァー教授は、主要な合意の第一としてこの点を挙げておられる。



この点、マッキノン教授は、卸売物価指数(WPI)で見れば、日本の物価は1985年以來下落していること、それが大恐慌以上に永続的に見える事に注意を喚起している。確かに、日本のWPIはいわゆるバブル期を含む1980年代もほぼ一貫して下落しており、この事実はマッキノン・大野仮説の観点からはたしかに興味あるポイントであろう。しかし、現在の日本が大恐慌的なデフレ・スパイラルに直面してはいない、という判断に関していえば、これ補強するものでこそあれ、否定するものではない。

私は、この事実は、金融政策運営の基本的な視点を考える上で、極めて大きな意味を持つと考えている。というのは、本当のデフレスパイラルとそうでない深刻な景気停滞期では、金融政策の対応は本質的に異なり得るからである。もし、経済が大恐慌的なデフレ・スパイラルの入り口にある場合には、中央銀行は金融政策の大きな副作用をも認識したうえで、考えられるあらゆる手段を発動してこれを防止するよう努めるであろう。その際には、中央銀行としての通常のオペレーション手段の限界を意識した量的緩和ではなく長期国債の買いオペを大幅に増加させ、劇的に大量の資金供給を行うことすら考慮の対象になるであろうし、これによって派生し得る中央銀行のバランスシートの大幅な悪化をどう処理するか、という問題を政府と議論することもありえよう。

しかし、こうした劇的な政策は、中央銀行による国債消化という麻薬を経済に本格的に持ち込むという極めて大きな代償を伴い、長い目で見た日本の国益を大きく損ないかねない。これが麻薬である所以はひとたびこうした手段に手を染めてしまうと、そこから抜け出す苦痛があまりに大きいため政府がどうしてもそこから抜け出せなくなるリスクが極めて大きい、という点にある。

この点は歴史的経験からもあきらかであるように思われる。わが国についても、すでに、現在の財政赤字の累増を眺めて、政府の巨額の負債を中央銀行の国債引受けでまかなった結果、ハイパーインフレーションと資本逃避、GDPの低下という経済危機への道を進んでいったドイツのワイマール共和国の道歩むのではないかと、と予言する論者もいることは注目に値しよう。

しかし、物価、GDPが何割も落ち、失業者が巷に溢れる、というかつての米国のような状況になるリスクに経済が直面すれば、あえてこの劇薬を処方する

事すら中央銀行にとって、真剣な考慮の対象となろう。

他方、実質GDPの伸び率、各種サーベイなどの景気指標からみて、経済が回復の緒についたようにみえる時期には、予想を先取りする経済変数である為替相場や長期金利には上昇圧力が働く。為替相場や長期金利上昇がこうした要素に起因し、経済をデフレ・スパイラルに追いやるものでないと判断される場合に、景気停滞期が続いているからといって中央銀行が上述のような劇的な追加的金融政策を行うことは、その副作用の大きさから見て単に中央銀行の健全性のみならず一国経済の健全性を大きく損ないかねない。

従って、日本経済がこういう状況下にある場合には、日本銀行がなすべきことはゼロ金利政策というすでに極めてドラスチックな政策の効果をより効率的かつ確実に浸透させ、景気を着実に回復軌道に乗せるための工夫以上のものであってはならないように思われる。

しかし、マッキノン教授は景気の現状が大恐慌とは異なることを受け入れたうえで現在の金融政策がアコモディティブであることに同意しているのに対し、メルツァー教授は、生産者物価・賃金・地価の下落と円高の進行を理由に日本銀行による金融政策の一層の緩和を主張されている。

この点については、私はメルツァー教授の主張には全く同意できない。WPIの持続的下落はマッキノン教授も指摘しているように長期的趨勢であってデフレ・スパイラルとは関係がない。そもそも賃金・物価の下落を強調するとすれば、なぜ日本経済の状況が米国の大恐慌と全く異質のものであるという第一の点にメルツァー教授が同意されるのかは理解できない。

その後のメルツァー教授がコメントの焦点を為替相場に当てておられることに着目すれば、主要な論点は賃金・物価の下落より、円高にあるように見える。しかし、円・ドルレート of 長期的な推移をみると、マッキノン教授が指摘するように1980年代前半を除いて、ほぼ一貫して円高が続いており、円高がただちに金融政策のタイトさを示すとすれば、1971年の円切り上げ以降、日本の金融政策はほぼ一貫してタイトであり、その中で1970年代前半の狂乱物価や1980年代後半のバブルが起きた事になる。

また、理論的にみても、マッキノン教授が主張されているように恒常的な資本輸出国の通貨には対外債権の累積から自国通貨高のプレッシャーがかかるのは当然であろうし、通貨の相対比価である為替相場に影響を与えるのは、日米両国の金融政策であるので、「円高がすすめば、それは日本の金融政策がアコモディティブでない証拠であり金融緩和すべき」という主張は、一般的命題としては全く説得的ではないように思われる。

メルツァー教授のコメントをさらに読み進むと、メルツァー教授の円高に対する危機感の根拠は、円を物価で調整した実質為替レートの減価による日本の競争力強化は世界経済にとって不可欠であり、問題はそのルートとしてデフレを選ぶか、円安を選ぶかだけである、という教授の信念によるように思われる。たしかに、実質為替レートの減価の必要性を所与とすれば、「デフレよりは円安の方が他国にとって、より望ましく安上がりであるから円安を受け入れるべき」という主張は理解し易い。私は、「日本が高水準の雇用と経済成長を取り戻した暁には、近隣諸国や貿易相手国からの輸入が増加するであろうし、円も増価するであろう。日本が成長すればアジアの経済的繁栄の回復を促し、世界経済の成長に貢献するであろう」というメルツァー教授の意見に完全に同意するが、しかし、「日本の競争力強化が世界経済にとって不可欠」というメルツァー教授の信念は、残念ながら、日本の隣人諸国に共有されているとは考えにくい。

## (2) 円安実現と金融政策

しかし、行き過ぎた円高が日本経済および世界経済にとって好ましくないことは間違いない。そこで一つの思考実験として、かりに円高の行過ぎが発生し、かつメルツァー教授の信念である「実質為替レートの減価による日本の競争力強化が世界経済にとって不可欠」という命題が隣人諸国に共有されたとしよう。そのときに、日本は、為替レートを減価させるために何ができ、何をすべきであろうか。二つの答案がありうる。第一の答案は、メルツァー教授の期待する「より緩和的な金融政策」であり、もう一つの答案は、マッキノン教授の指摘する為替相場体制のレジームチェンジである。

まず、金融政策について考えてみる。考える上での一つの重要な手がかりは、為替レート決定理論上、もっとも基本的な内外金利差と為替レートの減価率を関連付ける金利裁定式である。この関係式の存在を考慮すると、金融政策を伴わない為替介入の効果が低いのは当然とも言える。

しかし、金利がゼロの下限に張り付き固定されている状況では金利裁定条件を通じて金融政策による影響を与えることはできず、また、金融機関が大量の超過準備をすでに保有している状況のもとでは、追加的金融政策として超過準備を倍にしたとしても、金融政策から為替レートへの経路は極めて間接的で不確かなものになる。アナウンスメント効果に期待する議論が多く見られるが、そうした期待を恒久的にサポートするトランスミッションは存在しない。

あるとすれば、当初のアナウンスメントが「円高が一層進めば、さらに金融緩和を進める」というコミットメントととられた場合であり、それは、結局（１）で述べた金融政策に辿り着くことをコミットすることに繋がる。たしかに、（１）で検討したような大恐慌対応の金融政策を実行する事により日本のマネーサプライを劇的に増せば、円はおそらく減価するだろう。

しかし、そのために財政規律を失い国債価格が暴落する国民経済的コストは極めて大きい。従って、真のデフレ・スパイラル・リスクに直面しない限り、日本銀行はこうした手段はとれないであろうから、現実的選択肢とは思われない。メルツァー教授が、あえてこうした金融緩和を主張される根拠は、中央銀行による長期国債の購入を麻薬的とは考えておられず、それゆえ、国民経済的コストは大きくない、と考えておられるとしか思えない。

ちなみに、マッキノン教授は、バランスシート毀損の問題と関連させて、長期国債の引き受けについて、「しかしながら、キャピタル・ロスに被る可能性は別としても、日本銀行が国債を直接引き受けるという先例を作らない方が良いでしょう」と述べている。この点では、明らかにマッキノン教授の指摘の方に共感を感じる。こうした違いが、日本の金融政策に関する両教授の評価の大きな違いの背景の一つであるように思われる。

いま一つの答えは、目標のレートを達成するために無限に介入することも辞さない、というレジームチェンジである。マッキノン教授は協調介入も含むレジームチェンジこそが円高阻止の実現に本質的に必要なことである、とする。本論でも述べたように、固定相場を維持するような徹底介入を大蔵省が実行すると市場が信じれば、為替レートは減価するだろう。

なぜ大蔵省が徹底介入を実行するという意思決定をしていると市場参加者が信じなければならないか。現在の日本銀行法では、「日本銀行は、その行う外国為替の売買であって本邦通貨の外国為替相場の安定を目的とするものについては、(中略)国の事務の取扱いをする者として行うものとする」とされており、日本銀行は為替介入については大蔵省の代理人として実務を担当しているにすぎないからである。

日本銀行が金融政策面からこれを側面支援するとすれば、徹底介入のプロセスが金融面から攪乱されないようにゼロ金利を保つ事であろう。マッキノン教授も指摘するように、超過準備が溢れているもとの非不胎化の議論は二義的な重要性しかもたない上に、一般的な妥当性にも欠ける。

それでは、日本銀行ができることは何もないのか。もし、市場が大蔵省単独の徹底介入に対する日本銀行の支援に不信感を持つとすれば、ゼロ金利維持策以外の有効な支援策として、日本銀行と政府の密接な協調のもとに日本銀行独自の判断で、自己資金により政府とともに徹底介入しよう、日本銀行法を改正ないしその運用を改めることであろう。

その時、日本銀行は政府と徹底介入を分け持つだろうか。それはその時点の経済の状況によるであろう。日本銀行が本当に円高に冷淡であれば、日本銀行は自己資金での介入を固辞するであろう。そこで日本銀行のスタンスは十分試される事になる。

しかし、先進国間に変動相場制が定着して久しい今日、為替レートを固定相場制に戻すような徹底介入は壮大な実験になるろう。

### (3) 金融政策とバランスシート毀損

なお、長期国債買いオペによる一層の金融緩和についてはどう考えるか、という問題に関して私の論文とメルツァー教授の見解が一致していない最後のポイントは長期国債の買い切りオペレーションによるバランスシート毀損をどう考えるか、という点である。

マッキノン教授、メルツァー教授がともに指摘しているように、政府と中央銀行を統合して考えることができれば、本来、この問題は大きな問題ではない。この点は、私の論文でも述べているように、正当な指摘であり、むしろ、真の大きな問題は、冒頭に述べたように中央銀行が国債を購入する、という麻薬を財政に持ち込む事をどう考えるか、という点にあると考える。

しかし、統合政府の仮定が現実を無視した仮定であることもまた事実である。経済学者はいろいろな仮定をモデルに入れて議論を展開することができる。それは経済学者の強みであるが、統合政府を仮定したり、政府によるバックアップを仮定するだけでは、バランスシート毀損の問題は解決しない<sup>1</sup>。

現実には日本政府と日本銀行は独立の組織であり、日本銀行の自己資本を取り崩してもなお繰越し損失が残る場合政府が損失を補填する、という条項は新しい日本銀行法では削除されているため、バランスシート毀損は日本銀行にとって大きなハードルになり得る。

この点に関連して、メルツァー教授の幾つかの興味深い主張について意見を述べておきたい。

まず日本銀行のバランスシート毀損の可能性は存在するのか。メルツァー教

---

<sup>1</sup> 実際、メルツァー教授は「私は、日本銀行の債務返済能力を損なうような事態が発生した場合に政府がこれを補填して日本銀行を支える保証について、何らかの疑念があると信じる理由はないと考える。これまで中央銀行が債務不履行に陥ったことはないし、責任ある政府がこうした事態の発生を許すことはないと考え」と主張されているが、現にたとえばフィリピン中央銀行 (Central Bank of Philippines) は 1993 年に為替差損などによる財務状況の悪化から業務運営が困難となったため、新たな中央銀行 (Bangko Sentral ng Pilipinas) が設立されている。

授は、「インフレなき経済成長へ復帰することで、日本銀行の債務返済能力を損なうほど金利が上昇すると信じる理由は殆どない」とされている。

単純な数値例で考えてみよう。極めてナイーブなマネタリー・アプローチの立場に立ち、為替相場を1割減価させることを目指して、長期国債の買いオペで日本のM2+CDを1割増すことを考える。現在、貸出のかたちの信用拡張が極めて限定的であることは本論で述べた通りであるが、日本のマネーサプライは現在約600兆円程度であるから、日本銀行が非金融機関保有の国債を60兆円買えば、上記の目的を達成することは可能である。そのために、日本銀行は金利1%の10年債を60兆円購入してマネーサプライを増加させたとする。もし、この結果、経済がインフレになる、ないしインフレなき成長へ復帰することに成功して長期金利が5%（これはバブル崩壊後の1992年当時の水準であり、当時の実質GDP成長率は1%、消費者物価上昇率は1.6%である）になったとすれば、18兆円程度差損が発生する<sup>2</sup>。これは、日本銀行の自己資本の数倍にあたるので大幅な債務超過になる。しかし、こうした政策が持続的成長の達成および為替相場へおよびず影響は極めて不確実である。

第二にメルツァー教授は、「日米両国政府は、現在および将来予想される債務がその資産を大きく超えている。しかしながら、人々は米国と日本の国債を世界でもっとも安全な資産と考えている」と主張されている。私も日本国民としてわが国の国債がそのように評価されていると信じたいが、以下の理由でこの指摘もまったく信じ難い。

まず、日本政府のバランスシートの現状は、国民経済計算統計における一般政府<sup>3</sup>のバランスシートでみて大幅な資産超過（1997年末時点で428兆円）である。しかし、最近の研究では、これを上回る年金債務などの巨額の簿外債務があると推計されており、統計としての精度は低い状態にある。

こうした状況の中で、メルツァー教授によれば米国債と並んで世界でもっと

---

<sup>2</sup> ここでは、国債の残存期間を10年と仮定して理論値を計算しているが、物価上昇までのラグを勘案して残存期間を9年とすれば、17兆円、8年とすれば、16兆円程度となる。

<sup>3</sup> ここでは国民経済計算の概念規定に従い、中央政府・地方政府・社会保障基金の集合を一般政府としている。

も安全な資産であるとみなされているはずの日本国債の格付けは、残念ながら、近年、概ね弱含みに推移し、格下げばかりが話題となっている。また、前述のように、すでに日本の財政破綻を警告する論者も現れている。これらの事実を重ねあわせると、かりに政府のバランスシートが中央銀行のバランスシートと同様の精緻さで作成し得るとすれば、国債の格付けは日本政府の債務超過の程度によって大きく変動すると考えるのが自然だろう。

とすれば、上記の数値例でみられるような具体的な形で日本銀行のバランスシートが悪化しても、そのことが政府や日本銀行の信認に影響を与えないだろう、という推測には、首肯しかねるものがある。

メルツァー教授は「日本銀行は不安や懸念を忘れるべきである。デフレーションを阻止するための拡張的な金融政策は、日本やアジアそしてその他世界各国にとって望ましいものである。一時的な通貨の減価といった短期的なコストにばかり気をとられ、近年のデフレ的政策を続けることで、長期の利益を先送りしてしまうことは間違いである」とコメントを締めくくっておられる。

しかし、残念ながら、メルツァー教授のコメントには、不安や懸念を忘れることを可能にするような確信を日本銀行に与える要素は含まれていないように思われる。麻薬のような長期国債購入に手を染めることは、短期的とは到底言えない長期的コストを伴うであろうし、他方、一時的な通貨の減価は、それが世界経済にとって必要な事であれば、そもそもコストですらない。メルツァー教授のコメントを読むと、日本銀行にマネタリストの信念にしたがって、「見る前に飛べ」といっておられるように思われる。