

**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・批判にどう考えるか

翁 邦雄

**Discussion Paper No. 99-J-17**

**IMES**

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES  
BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒100-8630 東京中央郵便局私書箱 203 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・批判にどう考えるか

翁 邦雄\*

### 要 旨

近年、日本経済は、巨額の不良資産や大幅な需給ギャップの存在の下、厳しい経済情勢が続いているものの、アグレッシブな金融政策により、概ね物価安定を保ち、デフレーションを免れている。それにもかかわらず、日本銀行の金融政策については、さまざまな角度から疑問・批判が提起されている。具体的には、なぜインフレーション・ターゲティングを採用しないのか、長期国債の買い切りオペ増額を拒むのはなぜか、金融緩和のさなかに資金吸収オペをするのはなぜか、などが代表的なものであろう。本稿は、日本銀行は長い目を見た物価の安定を通じて国民経済の健全な発展に資するために必要な対応を採る、その際、効果があるように見えたり無害であるように見えるものでも、効果との対比で副作用が大きすぎる対応は採らない、という2つの行動基準を設定し、これに照らして、ゼロ・インフレ下の日本銀行の金融政策運営を巡る論点整理を試みたものである。

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、流動性の罨

JEL classification：E52, E58

\* 日本銀行金融研究所長。本稿の図表類は金融研究所・研究第1課・川本卓司が作成した。

## 目 次

1 . はじめに	
( 1 ) 金融政策へのさまざまな疑問 .....	1
( 2 ) 論点整理の座標軸 .....	6
2 . 金融政策についての様々な批判と疑問に答えてみる .....	11
( 1 ) 使命としての物価安定 .....	11
( 2 ) 国債買い切りオペの必要性和効果 .....	16
( 3 ) 国債保有と日本銀行のバランスシート問題 .....	23
( 4 ) 金融調節指針としての量的指標 .....	27
( 5 ) 流動性の罫の下でも有効な金融政策はあるか .....	33
3 . 金融政策運営の考え方：総論 .....	37
4 . おわりに：新たな疑問 .....	37

## 1 はじめに

### (1) 金融政策運営へのさまざまな疑問

近年、日本経済は、巨額の不良資産や大幅な需給ギャップの存在のなかで、厳しい経済情勢が続いています。このため、大恐慌当時の米国のデフレーションと対比され、「非常時にふさわしい思い切った金融政策」の発動を求められることも少なくありません。

しかしながら、わが国の場合には、これまでのところ、消費者物価・GDPデフレーターとも、ほぼゼロ近傍で安定しており、大恐慌当時の米国のような急激な物価の落ち込み（デフレーション）は回避し得てきています（図表1）。

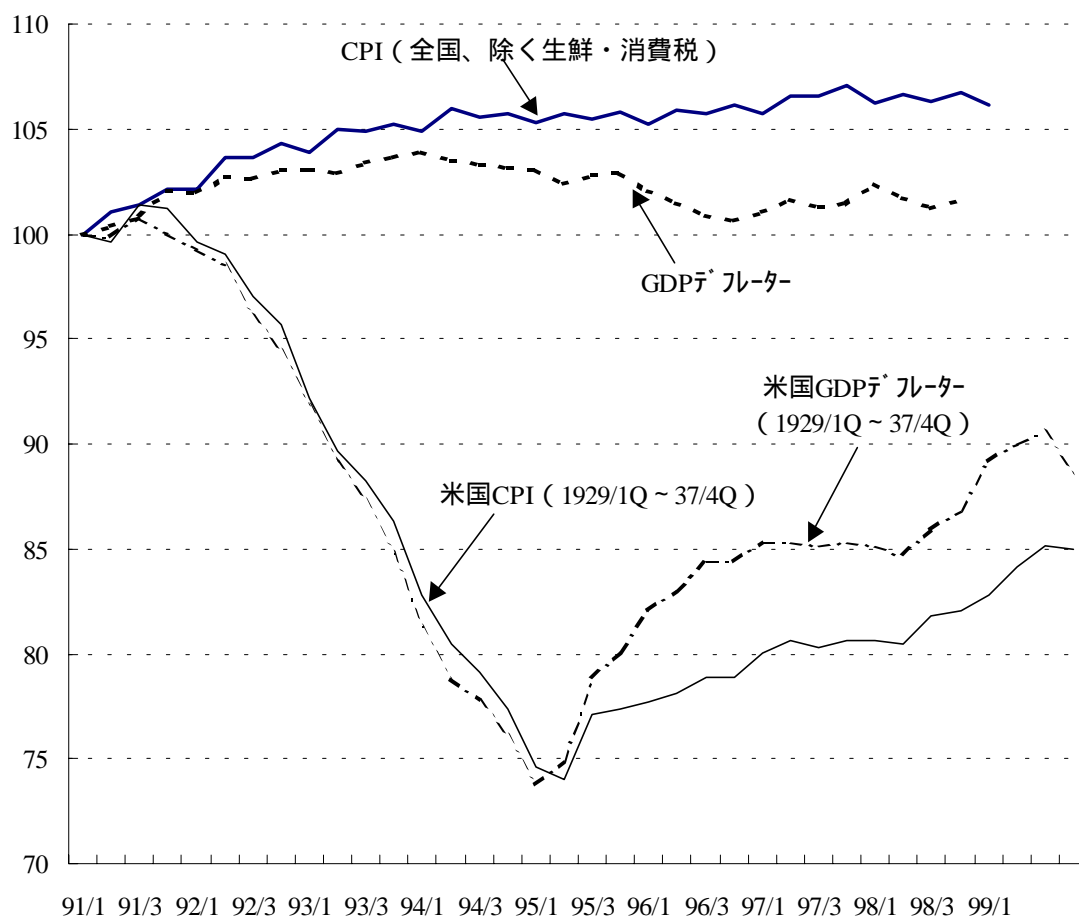
すなわち、この間の金利指標と広義通貨集計量指標の動向を比べてみると、歴史的にもまったく前例をみないほどアグレッシブな日本銀行の金融政策のもとで、日本の金利は大恐慌当時の米国よりもはるかに急テンポに、かつ低い水準まで低下してきました（図表2）。こうした思い切った金融政策を発動してきたことが大恐慌当時の米国でみられたような通貨の収縮を食い止め（図表3）デフレーションを防いできたことは否定できないと思われます。

それにもかかわらず、日本銀行の金融政策については、なおさまざまな疑問・批判が提起されています。そうした疑問や批判の一部には、上記のような思い切った金融緩和が行われてきたこと自体が必ずしも認識されていないことに伴う誤解もありますが、何らかの意味でもっともな疑問・批判もみられます。代表的なものは、

**日本銀行が、インフレもデフレも回避し、物価安定を目指すという立場であれば、なぜインフレーション・ターゲティングを行わないのか、**

**日本銀行は、結局、眼前のデフレリスクより、遠い将来のインフレを懸念しているのではないか、**

( 図表 1 ) 大恐慌期との比較 ( 1 ) 物価水準



( 注 1 ) 1991/1Q 以降のわが国における CPI、GDP デフレーターの水準データに、米国大恐慌期 ( 1929/1Q ~ 37/4Q ) のデータを重ね合わせた。

( 注 2 ) 日本については 91/1Q を、米国については 29/1Q を 100 として基準化。

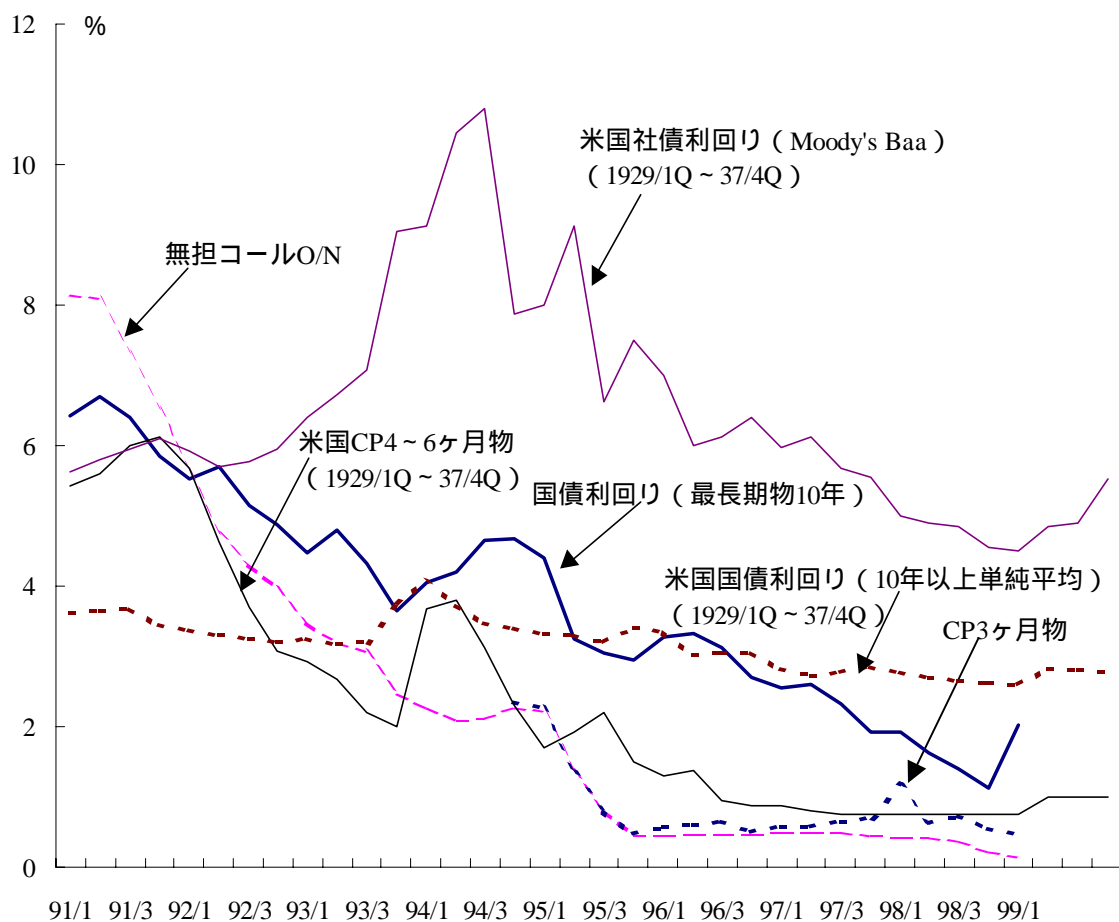
( 注 3 ) 消費税の影響の控除にあたっては、調査統計局の試算値を用いた。

( 資料 ) 総務庁「消費者物価指数」、経済企画庁「国民所得統計」、

U.S. Department of Labor: Bureau of Labor Statistics、

N.S. Balke and R.J. Gordon, “Historical Data”, in R.J. Gordon ed., *The American Business Cycle* ( The University of Chicago Press: 1986 )

( 図表 2 ) 大恐慌期との比較 ( 2 ) 金利指標

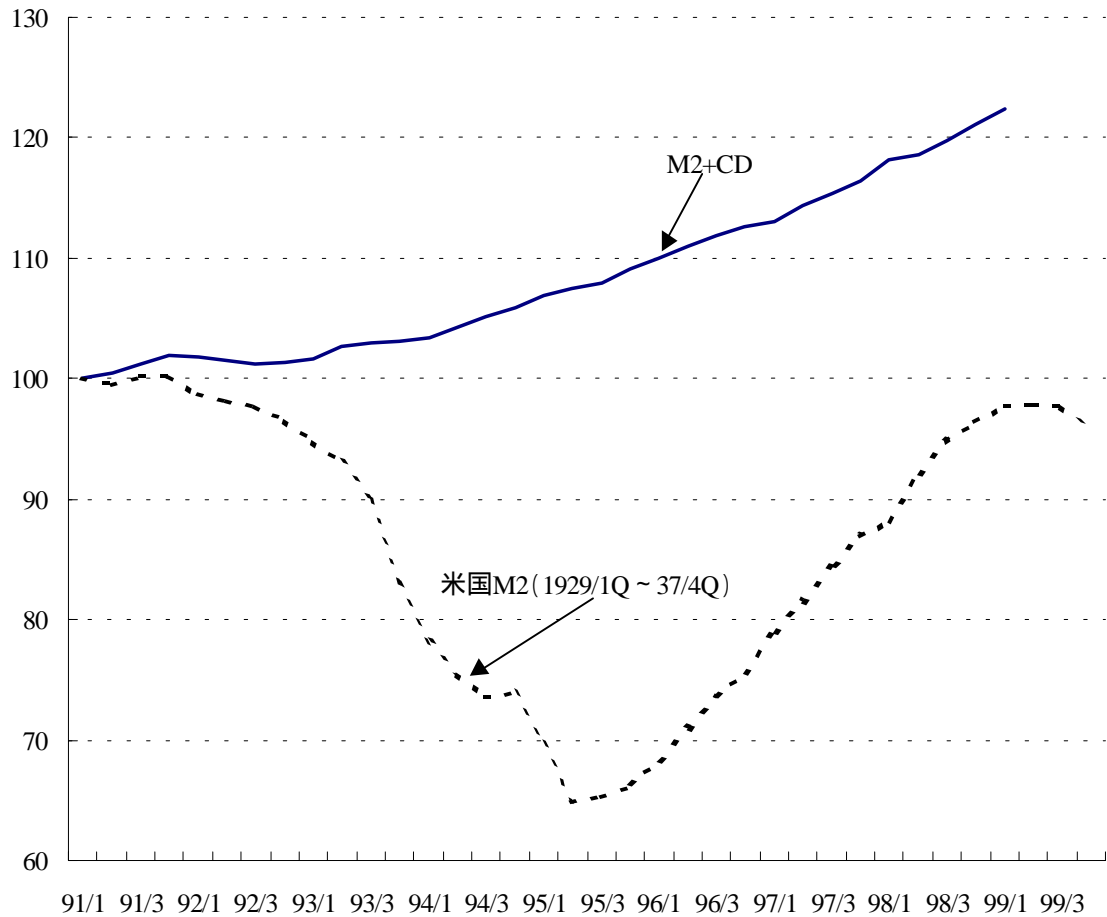


( 注 ) 1991/1Q 以降のわが国における金利指標のデータに、米国大恐慌期 ( 1929/1Q ~ 37/4Q ) のデータを重ね合わせた。

( 資料 ) 日本銀行「経済統計月報」

N.S. Balke and R.J. Gordon, "Historical Data", in R.J. Gordon ed., *The American Business Cycle* ( The University of Chicago Press: 1986 )

( 図表 3 ) 大恐慌期との比較 ( 3 ) 広義通貨集計量



( 注 1 ) 1991/1Q 以降のわが国における  $M_2+CD$  の水準データに、米国大恐慌期 ( 1929/1Q ~ 37/4Q ) の  $M_2$  のデータを重ね合わせた。

( 注 2 ) 日本については 91/1Q を、米国については 29/1Q を 100 として基準化。

( 資料 ) 日本銀行「経済統計月報」

N.S. Balke and R.J. Gordon, "Historical Data", in R.J. Gordon ed., *The American Business Cycle* (The University of Chicago Press : 1986)



**デフレリスクを軽減し、物価安定を達成するために、金融の量的拡大が必要ではないか。必要であるとすれば、なぜ国債買い切りオペの増額を頑強に拒むのか、**

**ゼロ金利を容認した以上、資金吸収オペレーションを行わず量的緩和をすすめたらどうか、**

などでしょう。

こうした疑問に対して、日本銀行は、これまでも、個々に説明をしてきています。しかし、個々の問題は複雑に絡み合い、技術的な論点も多いため、部分的な説明の「足し算」として日本銀行の基本的考え方を演繹するのは容易ではありません。このため、

**結局、日本銀行がトータルに何を考えて金融政策を運営しているのかよく分からない、**

という不満は、なお鬱積しているようにみえます。それが

**日本銀行は、まだできる事があるのにこれを出し惜しみ、それが不必要に景気停滞を長引かせているのではないか、**

という疑いにつながり、日本銀行がこれまで金融緩和に全力を挙げ、結果としてこれまでのところデフレ回避に成功してきているにもかかわらず、なお十分な信認を獲得するにいたっていないのではないか、と思われれます。

こうしてみると、日本銀行としては、もう一度、分かり易い座標軸とのセットで、現時点での政策的行動の得失・制約要因の全体的な関連について詳細に説明することが必要であるのかもしれない。

むしろ、日本銀行の金融政策は政策委員会・金融政策決定会合で投票権を持つ各メンバーの多数決で方針が決まります。各メンバーの政策判断上の座標軸は多様であり、その多数決で運営方針が決まる以上、決定される方針には、特定の座標軸をもった個人の意志決定にみられるような意味での連続性や一貫性が原理的に保証されているわけではありません。

しかし、実際には、決定会合のたびに議論を尽くして合意が形成されているため、基本方針の軌跡を事後的にみると、ある種の連続性が見て取れるのも事実です。以下の小論は、「日本銀行の集合的意思」の代わりに、筆者の設定した座標軸をあてはめ、日本銀行の金融政策運営を巡る論点整理を試みたものです。

## ( 2 ) 論点整理の座標軸

### ( マネタリズムの処方箋 )

そこで、まず、どのような座標軸でデフレ的な圧力が働いている経済の下での金融政策運営について整理するかを考えておく必要があります。一般的に言って、エコノミストがこうした経済状況下の政策運営の枠組みを選ぶ際、一番、自然な発想は、マネタリストの立場に立つことです。マネタリストであれば、

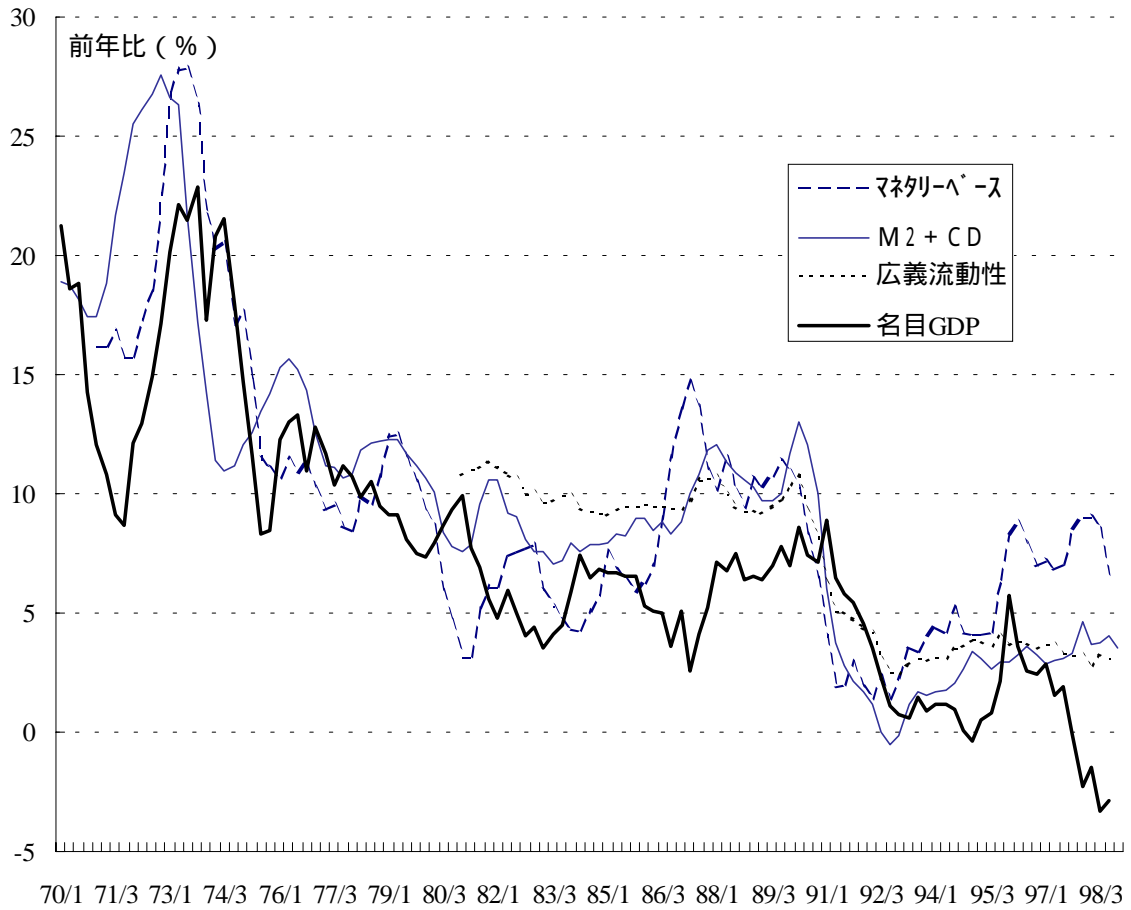
**デフレ的な圧力下では、物価安定を達成するためにマネーサプライを増加させる必要があり、そのためには、潤沢にリザーブを供給すべき、**

というかたちでほんの2～3行で「骨太な総論」が示せるからです。デフレ懸念が強い経済状況のもとでは、マネタリストのこのシンプルな処方箋に共感するマクロ経済学者は多いだろうと思います。

私も外部の研究者であれば、とりあえずはマネタリスト的なコメントを書くでしょう。日本銀行員としてそれだけで割り切れないのは、現場に近いところから見ると、このオペレーショナルな座標軸に依拠すれば無条件でうまくいくようには到底みえないからです。

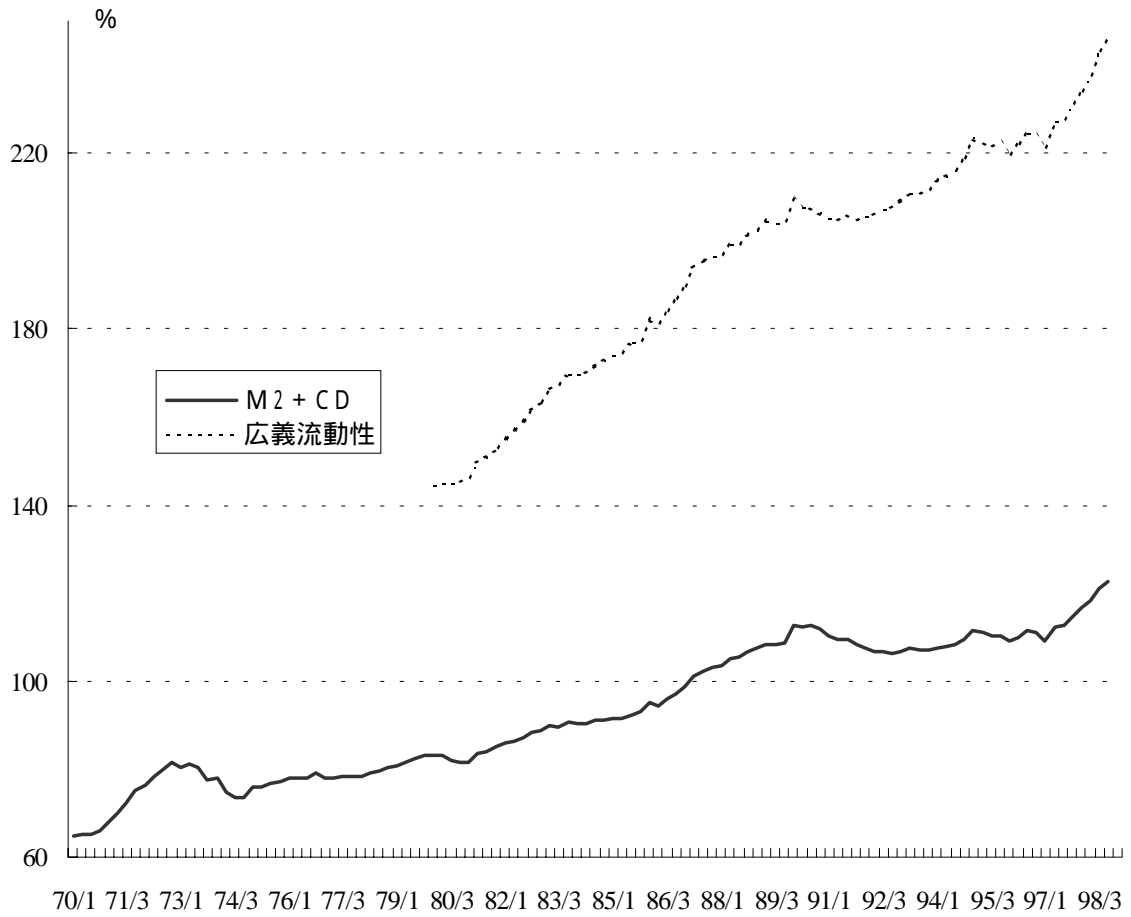
本稿の冒頭でも書いた通り、なるほど日本銀行の思い切った金融緩和政策の結果として、マネーサプライの伸び率はどのような指標でみても名目的な経済成長率をはるかに上回っています(図表4)。また、両者の比であるマーシャルの $k$ (流通速度の逆数)もどんどん上昇しており、これが物価や株価などを強力に下支えしています(図表5)。

( 図表 4 ) 各種通貨集計量と名目 GDP



( 資料 ) 日本銀行「経済統計月報」、経済企画庁「国民所得統計」

( 図表 5 ) マーシャルの k



( 資料 ) 日本銀行「経済統計月報」、経済企画庁「国民所得統計」

他方、これだけ大胆な金融緩和政策を採っているにもかかわらず、各種通貨集計量指標は過去の平均的な伸び率に比べればかなり低いものであることも否めません（図表6）。このことは、中央銀行がコントロールする短期金利やリザーブ以外の要素が、大きな制約としてマネーの伸びを抑えていることを反映していると考えられます。制約要因と無関係に、リザーブを増やしさえすれば中央銀行としての責任を果たした、ということにはならないでしょう。

（中央銀行の座標軸）

このような状況の下で政策オプションの妥当性を判断する上では、中央銀行としての判断の座標軸をどこにおくか、ということが改めて問題になります。以下の小論では、

日本銀行は長い目で見た物価の安定を通じて国民経済の健全な発展に資するために必要な対応を採る、

ただし、効果との対比で副作用が大きすぎ、長期的に見て の達成を妨げる対応は採らない、

という2点を基準とすれば、どのようなことが言えるのか論じてみます。

第1の基準は日本銀行法第2条に定められた日本銀行のマンデートそのものです。第2の基準はマンデートを達成する上での効果と副作用を対比してみよう、というものです。一般に金融政策で何ができるか、という議論は、同時にその副作用を問わなければ、意味がある答えは出てきません。つまり、副作用を考慮しなければ、効果的手段がないはずはありませんが、不用意に劇薬を処方すると強烈な副作用の方が命取りになるかもしれません。目先の効果と遅れてくるかもしれない副作用の両者を十分、比較考量する必要がある、ということです。

比較考量を現実の政策決定にまでつなげるには的確な情勢判断が不可欠です。例えば、日本経済がとりあえず物価安定状態を維持すると考えるか、大恐慌のような劇的なデフレーションを経験しようとしていると考えるかで、効果と副作用のどちらに重きを置くかの結論は異なり得るでしょう。本稿は、議論の都合上、若干のデータを示してはいますが、その目的は、あくまで論

( 図表 6 ) 各種通貨集計量の年代別伸び率

	マネリーベース	M <sub>2</sub> + CD	広義流動性
70'S	15.2%	16.4%	N.A.
80'S	7.9%	9.1%	9.9%
90'S	5.5%	3.6%	4.3%
全期間	9.5%	9.8%	7.1%

点整理であって、情勢判断も加味した政策提言を企図したものではありません。情勢判断を加味して、政策を決定するのは政策委員会の仕事です。

能書きはこのくらいにして、まずは、冒頭に掲げた各論的疑問への答案を書いてみることから本論に入りたい、と思います。

## 2 金融政策運営についての様々な批判と疑問に答えてみる

### (1) 使命としての物価安定

#### (インフレーション・ターゲティングを巡る批判と疑問)

インフレーション・ターゲティングは金融政策の有力な手法の1つであり、近年、採用する国が少しずつ増えています。しかし、現在、日本銀行はこれを採用していません。そのもっとも基本的な理由は、第1にターゲット設定の困難さであり、第2にターゲット達成の困難さでしょう。

第1の困難さは、次のようなことです。インフレーション・ターゲティングを、第1の座標軸である「国民経済の健全な発展に資するために必要な物価の安定」と照らし合わせて考えると、「特定の物価指数の伸び率を一定に保てば国民経済の健全な発展が保証される」という関係が成り立つのか、という難問に逢着します。GDP デフレーター、消費者物価、卸売物価、といった各種の物価指標の動きはしばしば区々ですし、これらの物価上昇率が同じでも、例えば、地価も安定しているケースと地価が高騰しているケースで、同じように国民経済の健全な発展が保証されるとは、考えにくいでしょう。

さらに、特定の指標にコミットすることを考える場合にも、その変動の中には、例えば、旱魃の影響による物価急騰や、技術革新によるパソコン価格の劇的低下など金融政策と切り離して考えるべき要素もあるはずで、換言すれば、金融政策で対応すべき「趨勢」をどのように見極めるのか、物価指数のバイアスや計測誤差をどの程度見込むべきか、などの問題もクリアされる必要があります<sup>1</sup>。

---

<sup>1</sup> 例えば、白塚重典『物価の経済分析』、東京大学出版会、1998年参照。

こうした第1の困難さを指摘すると、

**既に多くの国がインフレーション・ターゲティングを実施している以上、第1の困難は、単なる割り切りの問題の筈であり、こういう問題があるからインフレーション・ターゲティングは採用できない、とは言えない筈。**

という反論が返ってくると思います。確かに、現在、インフレーション・ターゲティングを実行している国も、原理的には同じ問題を抱えながら、インフレーション・ターゲティングの採用に踏み切っています。

しかし、インフレーション・ターゲティング採用国はいずれも高いインフレに悩み、ディスインフレの手段としてインフレーション・ターゲティングを採用しています。ニュージーランドでも英国でも、長年、2桁%近いインフレに悩まされた末、インフレ退治の旗印としてインフレーション・ターゲティングを導入しました。こうした場合、精々数%以内であることが多いとみられる物価指数のバイアスや計測誤差の問題は比較的マイナーです。とりあえずの目標インフレ率に、例えば、1～4%といった幅を持たせておき、インフレ率が十分低くなってから本格的にレンジの位置と広さに悩み始めても十分間に合うからです<sup>2</sup>。しかし、現在の日本のようにゼロ近傍のインフレ率でインフレーション・ターゲティングを考えるとすれば、最初からこの問題に直面せざるを得ません。また、「インフレ率が同じでも、地価が安定しているケースと地価が高騰しているケースで、同じように国民経済の健全な発展が保証されるとは考えにくい」という点についての懸念は、日本経済の今日の苦境のかなりの部分が資産インフレに端を発しているだけに、とりわけ大きいと言えるでしょう。

もっとも、現在インフレーション・ターゲティングを提唱している人たちの多くは、こうした問題はとりあえず棚上げにした上で、国民のインフレ期待への働きかけ、という観点からインフレーション・ターゲティングを提案しているように見えます。この観点からしばしば提起される批判・疑問は、

---

<sup>2</sup> インフレーション・ターゲティング導入国の事情などについては、例えば、日本銀行調査統計局「諸外国におけるインフレーション・ターゲティングの動向」、日本銀行月報、1994年12月号参照。



**現在はデフレ期待が問題であるから、それを払拭するためにインフレーション・ターゲティングを採用し、期待に直接働きかけるべきだ。**

というものです。そこで、次に、とりあえず第1の困難の方は棚上げにして、第2の困難との関連から、期待への働き掛けの可否について論じてみましょう。

国民の期待に直接働きかけよ、という上記の批判に対しては、「所望のインフレ率を達成する道筋を明確に示せない以上、単に目標値だけを掲げてても効果は上がり、日本銀行のクレディビリティを低下させるだけ」、というのが議事要旨などで見られる日本銀行の反論です。

こうした反論は、インフレーション・ターゲティング自体を原理的に否定したものではなく、日本の現状の特殊性に鑑みた反論であると思われます。ここでも問題はインフレーション・ターゲティング採用国と日本の置かれた状況の違いです。上述のように、インフレーション・ターゲティング採用国はいずれもインフレに悩み、デフレスインフレのためにインフレーション・ターゲティングを採用してきたわけで、これらの国の場合、原理的にはターゲットの実現にはどんどん金利を上げて金融引き締めをすればよい、という明確な道筋があったと言えます。これに対し、既に歴史的にも全く異例のゼロ金利の下でゼロ・インフレが実現している日本では、ターゲットが実現するまで金利を引き下げる、といった常識的な手法を採れる状況にはありません。そこでは、さらに緩和を進めるために前人未踏の実験的な手法を採る可能性を考えるべきかどうか、という大きな問題に直面します。

したがって、まず日本においては、何らかの追加的な金融緩和を考え得るかどうか、ということが基本的な問題です。その点と切り離してとりあえず日本銀行がインフレーション・ターゲティングを採用し、「期待に直接働きかけた」場合、裏付けのないアナウンスが独り歩きするわけで、それだけで市場参加者の期待が多少なりともこれに反応するかどうかは、結局、やってみないと分かりません。

結果が不確かな行動の是非を左右するのは、「効き目がある可能性が僅かでもあればやってみたら良い」、という効果の可能性に重点をおく判断と、「とりあえず言うだけ言ってみよう、という立場は当事者としてはとれない」という副作用に重点をおく判断のどちらが有力になるか、ということだ

と思われます。

後者の「当事者意識」を副作用に即してもう少し敷衍すると、日本銀行が、できるかどうか分からない事を口にして市場を誘導しようとする、いわゆる「チープトーク」を繰り返す事が長い目で見て信頼につながる筈がない、という意識だと考えられます。この観点からは、日本の現状では、一部の国で採用されているインフレーション・ターゲティングの手法を導入する事は、日本銀行の信頼を低下させるという副作用を発生させ得る、ということです。

繰り返しになりますが、効果と副作用の比較結果が常に一定の結論を導くとは限りません。上述のように、もし、日本経済が「米国の大恐慌のようなデフレ・スパイラルに入りかけている」という悲観的判断が支配的になれば、「動かないリスクの方が大きく、賭けに出るべき」という前者の意見が有力になることもあり得ないではないでしょう。ただし、議事要旨を見る限り、これまでの決定では、とりあえずこうした見解は支配的ではなかったと考えられます。

もっとも、明示的なインフレーション・ターゲティングを採らない、というこれまでの方針は、その背景としての第1の困難さはあまり理解されていないだけに、

**日本銀行は、物価が上昇している時にはインフレを断固阻止すると言うだけで、その先のデフレ懸念までは言わなかった。一方、物価が軟化している時には、これまで、インフレもデフレもない経済が望ましいという言い方をすることが多く、しかもその先のインフレ懸念まで言っている。したがって、明らかに日銀のスタンスにはバイアスがある。物価安定の目標を具体的な数字で明らかにすれば、日銀がインフレにもデフレにもバイアスなく対処する姿勢が明確になる。目標として数字を掲げられないのは、結局、インフレ・ファイターの方に姿勢がバイアスしているからではないか。**

という批判につながりかねない面があるのも確かです。反インフレ・バイアスへの疑念は、早すぎる政策転換への不安と言い換えることもできますから、これは、「どういう条件下でゼロ金利からの離脱が起き得るか」という運営上の目標を明確に示す工夫が求められているともいえます。こうした工夫が十分でない場合、日本銀行の政策スタンスの持続性に関する市場参加者の疑

惑が拭えず、緩和効果は減殺される恐れがあります。

(金融政策の不確実性を減らすための工夫)

この点、日本銀行の言い方には微妙な変化が伺われます。まず、99年2月12日の政策決定会合の発表文では、「日本銀行は、先行きデフレ圧力が高まる可能性に対処し、景気の悪化に歯止めをかける事を確実にするため、金融政策運営面から、経済活動を最大限サポートしていくことが適当と判断した」とされています。このステートメントには、日本銀行のこうした金融緩和政策の持続性についてのコメントはありません。決定会合の議事要旨をみても、そこでの議論だけからは、「実質ゼロ金利」が今後どの程度持続するかについては不透明です。オーバーナイト金利が実質ゼロになったと市場で認識された後、次の指標に注目が集まった1つの理由も、この点にあると思われま

す。その約2ヶ月後の4月13日、速水総裁は記者会見で「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る。このことが、先週金曜日の金融政策決定会合において、多くの委員の一致した意見であったと申し上げられると思う」と述べ、持続性について踏み込んだ解説を与えました。このステートメントはデフレ懸念の払拭をインフレ率と関連づけて読むことが許されるのであれば、インフレーション・ターゲティングとかなり近い面がある、とみる事もできます。

(もう一步踏み込めるか)

この地点から、さらにもう一步定量的な方向に踏み込むとすれば、例えば、「消費者物価の基調的上昇率がX%に達するまでは、原則的に引き締め方向への政策変更は行わない(翌日物ゼロ金利を維持する)」といった表現を採る事が考えられます。この表現は、インフレーション・ターゲティングのように目標インフレ率を明示したものではありませんが、金融政策の目標はあくまでも物価の安定である、という観点から日本銀行の政策運営に関する定量的メドとしてインフレ率を示すこととなります。

ただし、この地点まで到達すると、とりあえず棚上げした第1の困難に逢

着することになります。例えば、消費者物価の趨勢インフレ率を政策変更上のメルクマールとして明示することを考えた場合、バブル期には資産価格の高騰に比べ一般物価の上昇が大きく出遅れたために引き締めが遅れ、結果として、これがその後の景気の振幅を極めて大きいものにした、という反省をインフレーション・ターゲティングにどう生かすのか、という問題に直面するからです。

他方、政策の持続性について情報を発信する場合にも、インフレーション・ターゲティングという手法以外の別の手段を採用することも考えられます。この点には後で立ち戻りますが、これらの問題も念頭におくと、定量的なメドにまで踏み込んで特定の物価上昇率に明確にコミットすることの是非に両論あり得るのは当然でしょう。

## (2) 国債買い切りオペの必要性と効果

### (リザーブを増やせばマネーは増えるのか)

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です。そのためには十分金利を低下させ、必要なリザーブを供給すべきことは当然でしょう。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、潤沢にリザーブを供給すべき、**

という指摘は一定の妥当性を有していると考えられます。しかし、ここでの大きな問題は、仮に、マネー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、アクセルを踏み込めば車が加速するように、リザーブを注入すればマネーが増えるのか、という点にあります。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ないように、マネーの伸びに対する大きな制約要因がリザーブでない場合には、リザーブを潤沢に供給し、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りません。

この点、現状では、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ます。これまでのところ、こうしたルートがマネーの伸びを支え、デフレーションを防いできた、と言えるでしょう（図表7）。しかし、例えば、長期国債には大きな価格変動リスクがあり、価格変動リスクの小さい短期国債の利回りは急速に低下しているので（図表8）、仮にマネーを更に伸ばしたいと考えたとしても、リザーブを供給すればこれを梃子にどんどんマネーが増えるという状況にはありません。

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お金を借りられない（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）といった構造的問題が考えられます。これらの問題を抱えている場合には、リザーブ供給の貸出に対する拡張的な作用は働きません。

この場合、日本銀行がいくら「ゼロ金利」、「量的緩和」とカーブアクセルを踏んだ所で、貸出によるマネーの増加にはなかなかつながりません。例えば、市場で調達できない自己資本不足による銀行のリスクテイク能力の低下が制約要因である場合には公的資金を注入する、とった形で各々の制約要因に応じた手段が十分発動されなければ、問題は解決しないはずで

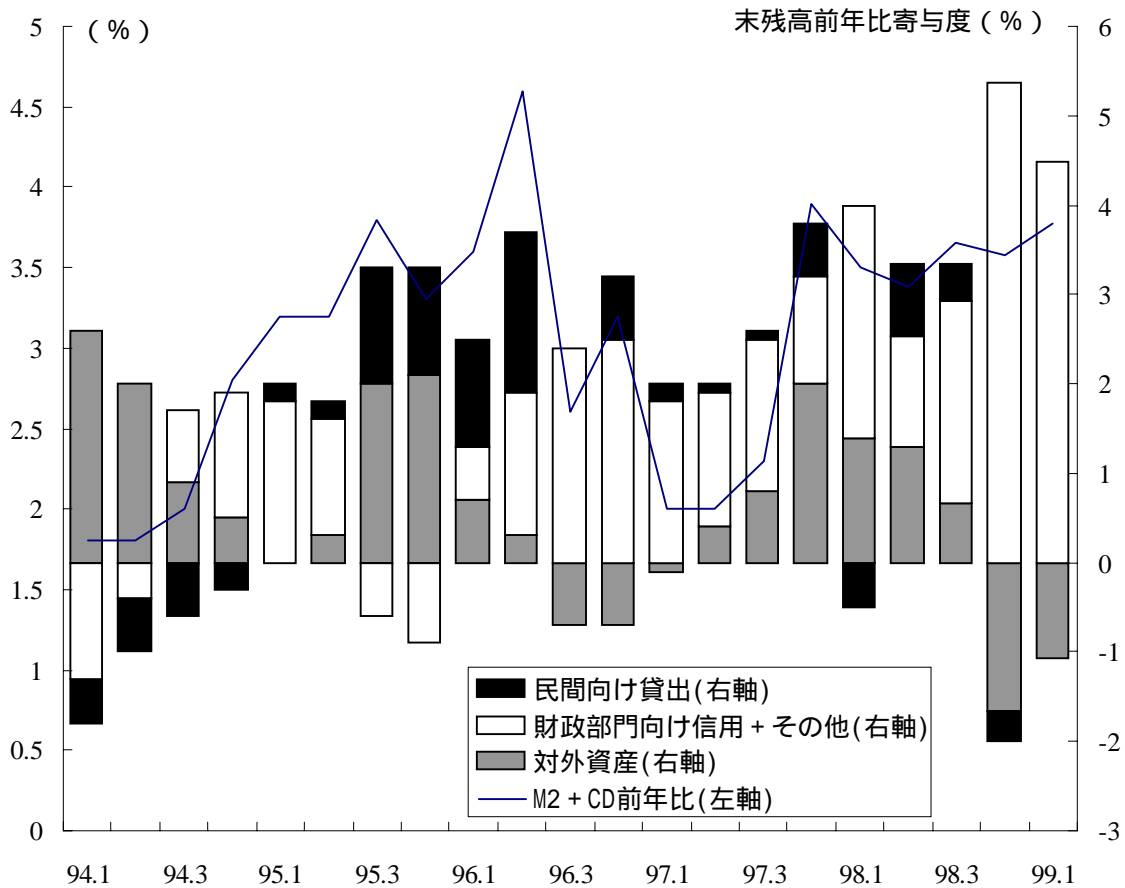
それでも超過準備をどんどん積み上げる、という形で金融政策面からもアクセルを踏み続けるかどうかは、その得失（この小論の立場では、効果と副作用の比較）に即して判断すべきでしょう。この点は操作目標の選択基準に即して、後で検討したいと思います。

（長期国債買い切りオペを巡る水掛け論）

さて、いわゆる量的緩和論に関連して、

**金融を量的に緩和する上で、国債買い切りオペの増額は有効なのではないか。日本銀行が、国債引受けと異なり法的に問題のない国債買い切りオペの増額を拒否しているのは、日本銀行が独立性ないしメンツにこだ**

( 図表 7 ) M<sub>2</sub> + CD 増減と信用面の対応



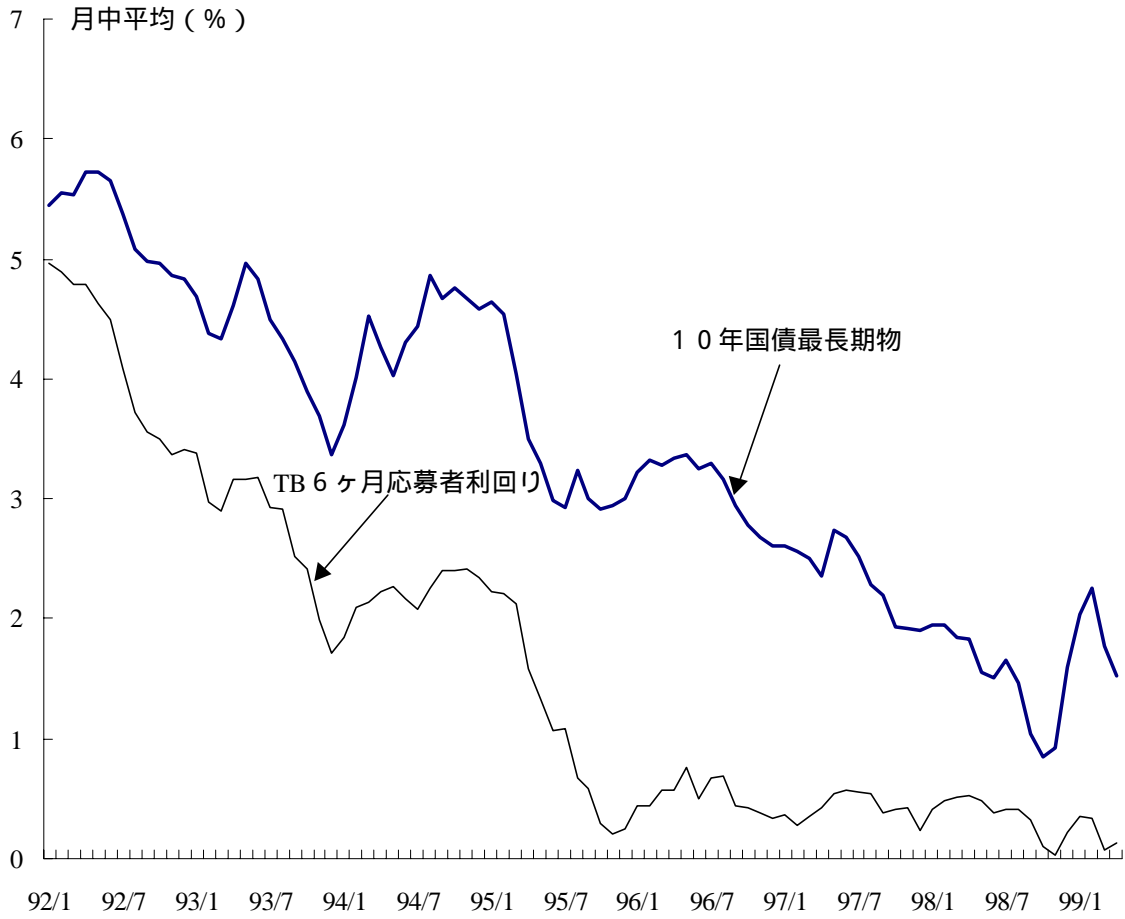
( 注 1 ) M<sub>2</sub>+CD 前年比 対外資産寄与度 + 民間向け貸出寄与度 + ( 財政部門向け信用寄与度 + その他寄与度 )

その他 = 金融債 + 信託勘定借 + 信託・投信等 + 金融機関預金

( 注 2 ) 寄与度分解については、「地方公共団体向け信用」と「貸出以外の民間信用」を省略している。したがって、グラフ中の寄与度の和は M<sub>2</sub>+CD 前年比に必ずしも等しくならない。

( 資料 ) 日本銀行「経済統計月報」

( 図表 8 ) 長短金利



( 資料 ) 日本銀行「経済統計月報」

**わって、有効な手段に対してあえて自縄自縛で道を閉ざしているのではないか、**

という疑問・批判は内外の学者などから、かなり広範にみられるように思います<sup>3</sup>。国債買い切りオペ増額見送りについては、これまで日本銀行は、財政法で禁止されている引受けと本質的に同じ、いまどきこんなことをしている先進国はない、財政の節度を失わせる、（財政節度論の系ですが）長期金利をかえって上昇させるリスクがある、などを問題点として挙げています。

しかし、例えば、財政節度喪失に基づく長期金利上昇論に対しては、

**日本銀行が独立性を獲得した中央銀行である以上、独自の判断で買い切りオペを中止でき、売りオペもできるはずであり、今、日本銀行が買い切りオペをやる事が将来的な財政節度喪失につながるとは言えないのではないか、**

といった反論もあり、日本銀行の歴史的実感（財政の資金源に組み込まれた後でこれから離脱するのが政府・中央銀行の双方にとって極めて難しいという感覚）に伴う反対論との間で、この論点は一種の水掛け論になっています。

こうした状況の下で、上記の ~ の説明にも拘わらず、「日本銀行は独立性というメンツにこだわってやるべきことをやっていないのではないか」という批判は、なお潜在的に燻っているように思えます。

しかし、国債買い切りオペを巡る議論は、その金融政策運営上の意味についての暗黙の前提が不明確なまま議論されているため、議論にさまざまな混乱がみられます。以下では、これをなんとか解きほぐしてみたい、と思います。

（国債買い切りオペ増額はリザーブを増やす上で必要不可欠か）

まず、金融の量的緩和のためのリザーブ供給拡大には長期国債購入の増額は不可避という前提で考えている人たちがいます。

---

<sup>3</sup> 例えば、浜田宏一「自縄自縛の日本銀行」、週刊東洋経済、99年3月20日号。



しかし、日本銀行の場合、長期国債のみを買っているわけではありませんから、長期国債の買い切りオペをしない限り、リザーブ供給ができない、ということはありません。つまり、単にリザーブを潤沢に供給することだけが問題であるとすれば、日本銀行が何をかうかは問題ではありません。

(長期国債買い切りオペで長期金利は動かせるか：為替相場との比較)

次に、こうした日本の現実を理解した上で、国債買い切りオペ(あるいは国債引受け)を主張する人もいます。この場合、多くの人が主張するのは、それが長期金利を下げる効果を強く持つ、という期待です。そうであるとすれば、長期金利を政策目標と考える、という暗黙の前提、および日本銀行がそこそこ国債を買えば、長期金利をコントロールできる、という暗黙の前提の妥当性が問題になります。

この点について、日本銀行は、「長期金利は重要な指標ではあるが金融政策の目標ではなく、またコントロールもできない」という見解を表明しています。筆者は「原理的にはコントロールできないとは言えないが、フィジビリティはない。この点で、むしろ長期金利は変動相場制移行後の為替相場と同じようなものと考えべきだ」と思っています。

つまり、変動相場制下では、外国為替市場に通貨当局が予想外の介入をしたり協調介入をした時には、為替レートを一時的に左右する効果がありますが、やや長い目で見ればそうした「ショック療法」的效果は失われ、結局、介入によって為替需給を多少、増減した所で、為替レートを自在にコントロールすることはできません。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変えるような政策レジームの切り替えを覚悟する必要があります。

長期金利についてもこれと全く同様です。やや長い目で見れば、多少、国債オペの量を増減させたぐらいでは長期金利はコントロールできません。あえて長期金利のコントロールを目標にするのであれば、為替相場についての固定相場制復帰と同様、いわばレジームの根本的変更により市場参加者の期待を根こそぎ変えることが必要となります。

しかし、固定相場制下では金融政策を国内の政策目標に割り当てる自由度が全く失われるように、長期金利にコミットする金融政策レジームでは、日本銀行法で定められた使命を達成する自由度は失われます。また、経済の実態と固定相場がどうしてもなくかけ離れるまでレートを維持することになりがちな結果、それがいよいよ不可能になった時の反動とダメージが大きくなると予想される点でも同じです。つまり、目先多少の効果があっても、それは長続きせず、いずれ大きな副作用が出る、ということです。

因みに長期金利抑制のための金融政策がいずれは避け難い金利上昇圧力により国債市場崩壊に直面するという現象は、米国では 1940 年代に経験済みです<sup>4</sup>。これに懲りて、50 年代に連銀は、長期金利に責任を持たないという、いわゆるアコードを財務省との間で成立させています。日本銀行が、長期金利はコントロールできない、という論陣を張る背景を少し立ち入って考えてみると、こういうことだと思います。むろん、そのことは、長期金利が重要ではない、というようなことではありません。この点でも為替相場と同じです。

こうした考え方に対しては、

**長期金利も、為替相場同様やや長い目でみてコントロールできないとしても、一方で為替相場に対しては、相場の短期的な大きな変動は望ましくないという判断で介入を行っているではないか。長期金利についてはなぜ介入できないのか。景気への悪影響が懸念される時には、為替介入と同様に、少しぐらい国債の買いオペを増やしても良いではないか。**

という反論が予想されます。こうした対応が採りにくい1つの理由は、効果と副作用に関する第2の判断基準に抵触するリスクをクリアすることができないからではないか、と思います。

この点は、国債の買いオペを増額して、所期の成果が上がらない、という状況を想定すれば明らかになります。この場合、市場からは、当然、一層の

---

<sup>4</sup> Eichengreen, B. and Garber, P. M., " Before the Accord: U S Monetary-Financial Policy 1945-51", *Deutsche Bank Global Markets*, pp.59-83, April,1999.を参照。この論文は、アコード以前の米国の長期金利の抑制政策とその崩壊を論じるにあたり、固定相場制でなく、Krugman のターゲットゾーン・モデルを応用している。

買いオペ増額を催促されるでしょう。それに応じなければ失望から長期金利はさらに上昇するでしょう。他方、応じて長期金利はコントロールできるとは限りません。効くまでやる、ということになれば、結局、レジーム変更になってしまいます。しかし、先進国においても為替相場の固定相場制は小国では現実的選択肢であるのに対し、長期金利の固定相場制をとっている国は見当たりません。それは、後述するように、中央銀行にとって長期金利の固定化は為替相場の固定化以上の原理的困難をはらんでいることと関係があるように思います。それを承知でレジームを変更する覚悟がないのであれば、簡単には手が出せない、ということになるのは当然でしょう。

### (3) 国債保有と日本銀行のバランスシート問題

国債買い切りオペに関しては、

**仮に、長期金利やインフレ率に対する影響が小さくても、国債買い切りオペには、財政収支改善効果がある。したがって、どんどん国債買い切りオペを実施すべきではないか、**

という意見もあります。高名なマクロ経済学者である林文夫・東大教授もこうした見解を示しています<sup>5</sup>。こうした対応を採るべきかどうかは、国債保有が日本銀行のバランスシートに与える影響を市場がどうみるか、という問題に係わっています。この点についても、いくつか暗黙の前提・解釈の違いがあり、このために、総裁講演や決定会合の議事要旨で説明されている日本銀行の立場は十分理解されてはいないように思われます。

(「アマルガメーション・アプローチ」は妥当か)

まず、マクロ経済学者の多くは、暗黙に政府と中央銀行を統合した仮想政府を考えるアプローチ(アマルガメーション・アプローチ)にのっとり、

**国債買いオペにより中央銀行の発行する無利子のリザーブを政府の発行する有利子の国債に交換すれば、(仮想)政府にはむしろメリットになる筈、**

---

<sup>5</sup> 林文夫「日銀、ベースマネー目標を」、日本経済新聞・経済教室、98年12月29日。

という考え方をとります。

そこで、政府と日本銀行の現実的な財務的關係を確認する必要があります。この問題に関して重要なのは、旧日本銀行法の付則にあった政府の損失補填条項は現行法では削除されている点です。つまり、現行日本銀行法の下で、日本銀行は政府から財務的に独立しており、金融政策による国債買いオペは政策委員会の主体的判断によってなされることですから、結果としての収益は国庫に納付するものの、損失は日本銀行の自己責任で処理される必要がある、ということになります。

現行の日本銀行法で日本銀行の自律性を尊重しているのは、政府と中央銀行が一体的に行動する、という名目の下で、責任の所在が不明確なために大きな失敗を起こす事を避ける、という意味合いがあると考えられます。このような考え方の下では、中央銀行のアクションに伴うコストが中央銀行に跳ね返ることは責任の明確化という観点からも当然と言えるでしょう。

(国債は安全か)

第2の前提のズレは国債の安全性についての評価です。国債が最高の安全資産と考える立場からは、

**政府と中央銀行を統合して考えるアマルガメーション・アプローチが妥当しないとしても、国債は最も信用度の高い優良な債券であり、企業のCPなどよりずっと安全であるから、中央銀行がいくら購入してもバランスシートを毀損しないのではないか、**

という意見になります。

確かに、発行主体の信用度という観点から見れば、国債は最も安全です。しかし、資産保有に伴うリスクは信用リスクだけではありません。債券の値上がり・値下がりに伴う価格変動リスクも重要です。いま、金利1%の10年債を100円で購入したとしましょう。その後で金利が5%に上昇すれば、買った国債の理論価格は70円に下がってしまいます。こうしたリスクを指摘すると、

**それでは国債を持ちきる事を前提に会計基準を原価法にし、金融調節上、資金吸収の必要があれば、売出手形や短期国債を利用すればよいではないか、**

という反論があると思います。なるほど、日本銀行はこれまでも、大まかにみて銀行券の趨勢的伸び率に見合う程度という名目で国債の買い切りオペを実施しており、売却はしていません。しかし、それを超えて国債を大量に保有し、リザーブを供給するとすれば、必要な時には売却してリザーブを吸収できることが望ましいと言えます。売る可能性がある以上、時価評価するのが当然で、長年続けてきた国債の会計基準を変えて損失の表面化を避けるのは透明性に欠けるでしょう<sup>6</sup>。また、事実上売れない、という場合には、国債は土地のように極めて流動性の低い資産、ということになってしまい、中央銀行にとって最も優良な資産とは言いにくくなってきます。

(日本銀行のバランスシートは特別か)

もっとも、国債が売れないからといって金融調節ができないわけではありません。例えば、国債を抱えたままでも、売出手形を売って資金は吸収できます。しかし、この場合、日本銀行のバランスシートは両建てで水膨れしてしまいます。売出手形の使用などによる日本銀行のバランスシート膨張が財務の健全性などに対する内外市場からの強い疑念につながり易いことは、近年、日本銀行が度々経験したことです<sup>7</sup>。

また、この方向に議論が展開するとすれば、「日本銀行が独立性を獲得した中央銀行である以上、独自の判断で買い切りオペを中止でき、売りオペもできるはずであり、今、買い切りオペをやる事が将来的な財政節度喪失につながるとは言えない」、という立場の日本銀行批判とは議論の前提が大きくずれてきていることも明らかでしょう。

なお、こうした日本銀行のバランスシート問題に対しては、

---

<sup>6</sup> 日本銀行は通貨の信認を維持する上で財務の健全性を確保することが重要との立場から、1968年下期以降、国債の評価方法として低価法を採用している。

<sup>7</sup> バランスシート膨張は日本銀行の健全性に限らず、さまざまな疑念につながっている。例えば、日本銀行のバランスシートの「膨張」に最も早く注目した記事の1つであるFinancial Times, "Addressing the US bubble," April.22,1998.は、「日本銀行のバランスシートの膨張は日本のマーケットを刺激することに失敗し、海外にバブルを作り出している」という批判を展開している。

**確かに国債は価格変動リスクが大きいので、金利が上昇する場合には、国債保有に伴って時価ベースではロスが出る。しかし、中央銀行の負債は利子が付かない銀行券であるのだから、価格変動リスクについて、企業財務と中央銀行のバランスシートを同一視して論じるべきでない。**

という反論もあり得ると思います。実際問題として、売出手形を出せば利子を付けざるを得ませんが、こうした技術的論点を脇において、中央銀行が無利子の銀行券を出せる、という点を前面に押し出し、

**中央銀行のバランスシートと企業のバランスシートは異質と考えるべき、**

という議論はあり得ると思います。逆に、中央銀行のバランスシートを通常の金融機関の健全性基準でみる、という市場の見方を受け入れた上で、

**国民経済を守るためには、経済情勢によっては日本銀行のバランスシートが多少傷むのは甘受すべき、**

という反対の方向の批判もあり得るでしょう。

いずれの批判にも一理はあります。しかし、問題の本質は、国債の買い切りオペの大幅な増額などにより、日本銀行のバランスシートの健全性が大きく毀損された場合、内外の市場参加者がこの事態をどう判断し、それにより日本経済の信認がどのような影響を受けるか、という点にあります<sup>8</sup>。現実問題として、日本銀行のバランスシートの健全性が内外の市場参加者の大きな関心を呼んでいる以上、日本銀行はバランスシートが大きく毀損されることによる信認の低下が「日本経済の信認への悪影響」としてハネ返るリスクを十分に念頭に置きながら国債との関わり方を検討せざるをえないでしょう。

以上、2つの節で国債買い切りオペを巡るさまざまな議論を取り上げました。ここでの議論は次元が異なる多様な要素をはらんでいます。ここでの議論を通じて筆者がもっとも伝えたかった点は、結局、先に紹介した、

---

<sup>8</sup> 中央銀行のバランスシート問題を扱った最近の文献としては、例えば、P. Stella, "Do Central Bank Need Capital?" *IMF Working Paper*, July, 1997. などがある（この論文は、自己資本がなくても中央銀行は原理的には営業できるが、政策目標の達成能力が著しく阻害される、との見解にたつもの）。

**日本銀行が、国債引受けと異なり法的に問題のない国債買い切りオペの増額を拒否しているのは、日本銀行が独立性ないしメンツにこだわって、有効な手段に対してあえて自縄自縛で道を閉ざしているのではないか、**

という単純に過ぎる論説は誤りだ、ということです。確かに、国債買い切りオペの増額に法的制約はありませんから、決定会合でそうした決定が下し得ないわけではありません。しかし、その時ボードメンバーが直面し、クリアしなければならないハードルは、「日本銀行のメンツ」などというものよりは、遥かに高いものである筈です。

#### (4) 金融調節指針としての量的指標

##### (なぜ資金吸収するのか)

現在、日本銀行は、潤沢な資金を短期金融市場に供給することにコミットしています。すると、

**日本銀行が、潤沢な資金を短期金融市場に供給する、という立場であれば、ゼロ金利を容認した以上、(国債買い切りオペは一定の枠内でしか行えないにしても)資金吸収オペレーションを行わず量的緩和を進めたらどうか、**

という疑問も当然出てきます。現に、99年2月12日の金融政策決定会合・議事要旨でも複数の審議委員からもこうした問題が提起されています<sup>9</sup>。つまり、仮に、翌日物金利を実質ゼロにするという金利目標を達成するのに必要な最低限の準備供給量があるとすれば、それを超えた量のリザーブを供給した場合、効果はないのか、副作用はあるのか、という問題です。

---

<sup>9</sup> 「また、別のひとりの委員は、企業経営の立場からすれば、実体経済が不安定な状況のもとでは、とにかく資金繰りをつけながら走り続けるしかなく、この観点からは、日本銀行による金融市場に対する潤沢な資金供給が不可欠であるとした上で、例えば、日々の金融市場調節に際しては、できる限り資金吸収のためのオペレーションを抑制するように努めることはできないか、との意見を述べた。このうち資金吸収のためのオペレーションについては、ほかのひとりの委員からも、現在の日々の金融調節で、仮に売出手形による資金吸収を止めた場合、市場ではどのような動きが起こり得るかとの質問があった。」

これに対する第1の答えは、翌日物コール市場が消滅することで問題が発生しないか、という点です。現に翌日物コール市場は99年2月以降、急速に収縮しています(図表9)。仮に、翌日物コール市場が消滅した場合に資金ショートが発生すると、日本銀行は市場の機能を肩代わりすることが求められる可能性がありますが、公的機関は市場機能を補完する事はできても十全に肩代わりする事は一般には極めて困難である以上、コール市場縮小の影響を十分慎重に点検しておく必要があるでしょう。

第2の答えは、現状では、翌日物コールレートを実質ゼロに誘導するのに過不足ないリザーブを供給する、というのが金融調節の方針であり、仮にそれを超えて超過準備を市場に溢れさせる方針を採るのであれば、無秩序に溢れさせるのではなく、何らかの追加的指標をメルクマールとして秩序だったかたちでリザーブを供給すべき、というものです。これは具体的には、量的指標を操作目標とする、ターム物金利などの動向と関連付けてリザーブの量をコントロールする、といった提言につながります。

(操作目標として量的指標を使えるか)

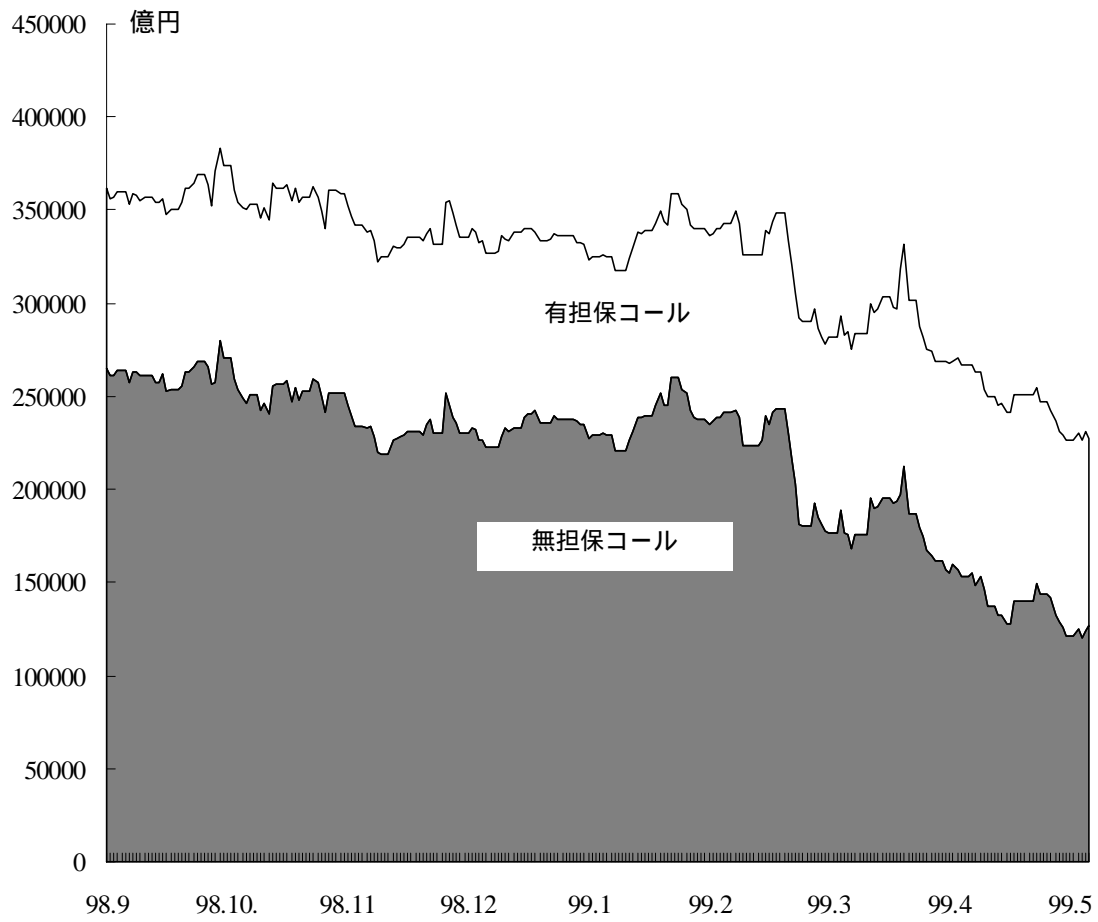
そこで、まず、量的指標を金融緩和のメルクマールにする可能性が問題になります。筆者が、ここ数年来、岩田規久男・学習院大学教授やマッカラム・カーネギーメロン大学教授、加藤寛孝・創価大学教授と操作目標の選択について議論したとき、筆者の量的指標採用の可能性に対する現実的疑問は、「リザーブ需要の金利弾力性は短期的には極めて低いので、量的指標による金融緩和を実施するためには、翌日物短期金利が実質ゼロになることを容認せざるを得ず、金融調節の枠組みとしては非現実的ではないか」、というものでした<sup>10</sup>。

---

<sup>10</sup> 論争当事者の主張については、岩田規久男『金融政策の経済学』、日本経済新聞社、1993年8月、翁邦雄『金融政策』、東洋経済新報社、1993年11月、両者を「裁定」したものととして、植田和男「マネーサプライ動向の正しい見方 岩田・翁論争を裁定する」、週刊東洋経済、1992年12月12日号を参照。英文での論争としては、McCallum, B.T., "Specification and Analysis of a Monetary Policy Rule for Japan" and "Reply to Comments by Kunio Okina", *Monetary and Economic Studies*, vol. 11, pp. 1-45 and pp. 55-58, 1993.; Okina, K., "Comments on Specification and Analysis of a Monetary Policy Rule for Japan", *Monetary and Economic Studies*, vol. 11, pp. 47-54, 1993.; 両者を「裁定」したものととして、Goodhart, C.A.E., "What should Central Banks Do? What should be Their Macroeconomic Objectives and Operations?", *The Economic Journal*, 104, pp.1424-1436, November, 1994.を参照。



( 図表 9 ) コール市場残高 ( 全国 )



( 注 ) 全国 = 東京 + 大阪 + 名古屋

( 資料 ) 日本銀行「経済統計月報」

「ゼロ金利を通過しないと量的緩和はできない」、という論点は、現実にゼロ金利が発生するまで実務家以外にはほとんど理解されませんでした。逆に、日本銀行が金利を操作目標としているとはいえ翌日物短期金利をゼロ近傍に誘導している現時点では、量的指標を金融政策の尺度にすることの現実性は遥かに増している、とも言えます。そこで、さらに具体的に操作目標としての量的指標候補について考えてみます。

#### (ベースマネー・ターゲティングの魅力と弱点)

量的指標の採用を求めるエコノミストの間で人気が一番あるのは、銀行券とリザーブの残高の和であるベースマネーのようにみえます。ベースマネーは、その大半が銀行券ですから（最近では銀行券50兆円、リザーブが5兆円程度）、国民に極めて分かり易い指標、という大きなメリットがあります。つまり、「市中にある現金を一定の伸び率で伸ばす」、という公約にはいかにも「量的緩和」というイメージがあり、この点で、一般の国民へのメッセージの媒体としての魅力は大きいと思われれます。

そこで、ベースマネーの目標達成に必要な金融調節上の操作を考えると、財布の中の銀行券を中央銀行が増やす、というオペレーションは不可能です。その分、全部リザーブにしわを寄せることになります。したがって、ベースマネー・ターゲットを守ろうとすると、リザーブの残高は極めて大きく変動してしまいます。

例えば、金融不安で銀行券に対する需要が高まり、ベースマネーの伸び率が高まった局面では、リザーブを急減させてターゲットを守ることになる結果、インターバンク市場などにおける金融は極めてタイトになります。それどころか、リザーブは精々銀行券の10分の1程度の残高しかなく、マイナスにはできないので、どうやってもターゲットが守れない、というケースも起こり得ます。金融史のなかで筆者自身がこの点で強い印象を受けている事例は、信用不安のピークには前日比38%という想像を絶する銀行券増発が起き、日本銀行が片面だけ印刷した裏白200円券の発行に追い込まれた昭和2年の金融恐慌です<sup>11</sup>。これほど劇的ではないにせよ、最近でも山一証券・

---

<sup>11</sup> すなわち、銀行券の発行残高は昭和2年の4月20日（水）には1679百万円でしたが、十五銀行が休業に入った翌4月21日（木）には2318百万円（前日比38%増加）となったあと、4月25日（月）には2660百万円に達した（日本銀行百年史 第3巻、1983年 pp.179）。

北海道拓殖銀行の破綻などで金融システム不安が特に高まった 1997 年には、銀行券発行高（末残前年比）は 9 月 6.5%、10 月 8.3%、11 月 13.6%と急テンポで高まっています。これに対し、金融システムが安定し預金への信頼性が高まるプロセスでは、ベースマネーの伸び率がどんどん下がる中で金融緩和が進み、ターゲットを守るにはそこにリザーブを注ぎ込まざるを得ないという状況も起こり得ます。ちなみに昭和 2 年の金融恐慌の時も、山一・拓銀ショックの沈静過程でも、当然、ベースマネー需要減退は経験されています。

これらの事例は、ベースマネーの伸び率が一定であれば一定の金融緩和スタンスを維持している、ということにはならないことを意味しています。ベースマネーは国民に量的緩和がイメージし易い、という絶大なメリットを持つ反面、現実の金融緩和度を示しているとは到底言えない、という大きな弱点を抱えていると考えられます。

（超過準備ターゲティングにはどのような効果があるか）

第 2 の候補指標はリザーブです。総準備や、総準備から中央銀行借入を除いた非借入準備といった指標のリザーブ・ターゲティングについては、米国でも試みられた時期がありますが、筆者が目にした限りでは、今回、日本について提言したものは見当たりません。

しかし、深尾光洋・慶応大学教授は、「季節性が大きい」という理由からベースマネー・ターゲティングを退けた上で、準備預金から所要準備を控除した超過準備を目標指標として採用し、毎月 5000 億円、年間 6 兆円増加させることを提唱しています<sup>12</sup>。

超過準備は、テクニカルな概念であり、国民から見ると、金利や銀行券ほど分かり易い指標ではありません。反面、その増加率目標の達成可能性は原理的にはベースマネーよりは高いようにみえます<sup>13</sup>。しかしいくつか問題があります。

---

<sup>12</sup> 深尾光洋「日銀はもっと量的緩和をすべきだ」、週刊東洋経済、99 年 3 月 6 日号。

<sup>13</sup> 原理的には、と書いている 1 つの理由は、今回の緩和局面では、準備預金対象金融機関でなく短資会社などの当座預金が大きく増加し、「超過準備」自体はあまり増加しない、という現象に直面していることによる。この点は、後述する。

第1に、中央銀行の当座預金にとどまっている限りは、何のリターンも生まない超過準備にどのような働きを期待し得るのか、という点です。超過準備が生きるかどうかは、運用機会の有無にかかっています。この点、金融論の教科書にある最もシンプルな信用乗数論の世界では、銀行にとって貸出機会が無限にあるにも拘わらず、準備預金の制約で十分お金が貸せない、という世界を想定しているため、中央銀行が準備を供給するとすぐ貸出が増え、結果として所要準備額が増えて超過準備がゼロになる事を想定しています。しかし、超過準備が恒常的に発生し、準備預金の量や銀行の調達金利が銀行行動の制約でなくなっている状況、あるいは、準備預金でなく銀行の自己資本や企業の健全性が銀行与信の制約になっている状況では、超過準備の積み上げが貸出を増やすというメカニズムは担保されていません<sup>14</sup>。

むしろ、前述のように、銀行の運用対象資産は貸出には限りません。したがって、超過準備が銀行の必要量を超えて積み上がれば、株や債券などリスクはあるがリターンを生む資産の形で運用しようとする圧力は働くと考えられます。しかし、最近マーケットでみられているのは、銀行が午後5時時点で不要とする資金が、ディーラーである短資会社の口座に積み上がってしまう、という現象です。これまでのところ、金利がゼロに達し機会費用が極めて低いなかで、銀行は超過準備保有を極力避けており、日本銀行のオペによる資金供給は短資会社などに滞留しているため、これが貸出や国債などの証券投資をどの程度刺激しているのかは見極めにくい状況が続いています。

第2の問題は金融緩和指標としての信頼性です。ゼロ金利の下では超過準備保有の機会費用が極めて小さいだけに、銀行が超過準備をどれだけ持ちたいと考えるか、という超過準備需要は金融システムの安定性などに依存して大きく変動します。したがって、超過準備の水準ないし伸び率をコンスタントに保つことに伴う金融緩和効果の指標性については、ベースマネー同様、不確実性が高いと思われます。このため、金融緩和の度合いを判断するためには、結局、超過準備の水準ないし伸び率を設定するだけでは十分でなく、

---

<sup>14</sup> 信用乗数論の公式でも、銀行が超過準備を保有する場合、こうした超過準備は乗数的拡大プロセスからの漏れ出しであることを考慮すると、超過準備を除いてベースマネーを再定義した、

$$M = kH^*$$

を使用する方が自然である。ただし、 $H^*$ は超過準備控除後のベースマネー、 $M$ はマネーサプライ、 $k$ は準備率と現金・預金比率の関数としての信用乗数を表わす。

その影響について追加的な判断基準が必要になる可能性が高いでしょう。その場合、追加的基準として、例えば、長・短金利の水準を並べたいいわゆるイーロードカーブの形状に着目する、といったことが考えられますが、そうであれば、操作目標金利をゼロ近傍になった翌日物金利からターム物金利にシフトさせたのとあまり変わらない、ということになってしまいます。

第3の問題はオペレーショナルなハードルです。現在のように、ターム物金利が極めて低水準となっている下で、超過準備を大きく積み上げよ、という指示が出されると、レポや手形、CPといった短期の資金供給手段だけでは、十分に対応できない可能性がでてきます（入札金利がゼロになる、いわゆる「札割れ」）。この場合、短期の調節手段の対象期間をポジティブな金利のつく6ヵ月、1年物とどんどん延長するかたちで長めのものにせざるを得なくなり、長期国債の買い切りオペ拡大につながっていきます。つまり、ターム物金利と無関係にリザーブをどんどん増加させるというターゲットを設定すると、いずれ国債買い切りオペの増額・バランスシート問題というハードルを同時にクリアすることを迫られる可能性があることは否定できません。

#### （5）流動性の罨の下でも有効な金融政策はあるか

ところで、仮に、これらの量的指標に基づく金融政策、例えば、超過準備ターゲティングが、通常の手形オペや短国オペで実現可能だとした場合、その緩和効果と副作用はどの程度あるのでしょうか。

この点を考えるために、金融政策の効果がもっとも弱くなった状態とされる「流動性の罨」の下での金融政策の効果についてもう少し考えてみます。

#### （「流動性の罨」と円安誘導）

マネタリスト陣営の大御所であるカーネギーメロン大学のメルツァー教授は、流動性の罨を、「ベースマネーと短期国債が完全に代替的になり、両者を入れ替える事が、金利に全く影響を与えない状況」と定義しています。

こうした状況では、オペを通じて流動性を供給する、という通常の金融政策の効果はほとんどない、というのが中央銀行員の常識的な答えです。これに対しメルツァー教授は

しかし、いま、日本銀行が円の50%の減価を目標に、無制限に円売り・ドル買いの介入を行ったら、円が減価しない、ということはありませんか、

という議論を展開し、流動性の罍の下での金融政策の無効性を否定していません<sup>15</sup>。確かに、前述のとおり、無制限介入で実質的に固定相場制を採用すれば（固定相場制の採用まではメルツァー教授は主張していませんが）、為替レートの減価を通ずる金融緩和効果は期待できる筈です。

その限りでは、長期国債の無制限買い入れによる長期金利固定化も一見同じに見えます。しかし、ドルの無制限買い入れと国債無制限買い入れの大きな違いは、その長期的帰結です。ドルを無制限に買い、それを通じてマネーを供給する操作は、その結果としてインフレが起きたとしても円安と整合的です。しかし、国債を無制限に買い、それを通じてマネーを供給する操作は、その結果としてインフレが起きれば長期金利の上昇圧力になり、整合性はありません。

この問題を中央銀行のバランスシート面から見ると、前者のオペレーションが成功すれば買ったドルが高くなるわけですから、「めでたく目的を達成したら中央銀行のバランスシートも含み益をもつ」ということになるのに対し、長期国債の無制限購入策は、目的を達成してもバランスシート毀損のリスクを抱えることになります。

こうしてみると、流動性の罍に直面した経済で、金融政策に本気で永続的な効果を求め、市場の信認を損なうバランスシート毀損を避けたいなら、事実上の固定相場制復帰を意味する為替相場への無制限介入は中央銀行にとっては魅力があると言えます。

しかし、日本銀行には為替相場に介入する権限はありませんし、第1、経済大国である日本にとって今更、事実上の固定相場制復帰が可能でしょうか。このアイデアには、メルツァー教授の母国である米国の政府・産業界から猛反発があることは間違いないでしょうし、貿易市場で競合するアジア諸国

---

<sup>15</sup> Allan Meltzer, "The Transmission Process", Prepared for *The Monetary Transmission Process: Recent Development and Lessons for Europe*, Bundesbank, Frankfurt, March 25-27, 1999.

からも近隣窮乏化政策として強い批判を浴びるに違いありません。メルツァー教授自身は「経済の弱い国の通貨が下落するのは当然」、「日本経済が改善するまでアジア経済の大幅な改善はない」として、こうした反論を一蹴していますが、効果が有り得るとしても、その強烈過ぎる副作用に鑑みればこうした政策には容易に手を出せない、というのが現実的判断でしょう。

ただ、短期金利がゼロ近傍、長期金利が1%台という状況で、金融政策主導で追加的な効果を求めるなら、直接、為替市場で介入するかどうかは別にしても、為替レートが大きく減価するような政策しかあり得ない筈です<sup>16</sup>。メルツァー教授は、以前からマネタリストとして高目のマネーサプライの伸びを目指すべき、という主張と同時に、「マネーサプライを伸ばす手法は何でもよいが、為替介入が一番よい」とし、「デフレを止められる唯一の方法は円の下落」<sup>17</sup>である事を強調しているのは、一貫性が高いことは確かです。

#### （円安政策と量的緩和政策）

この固定相場制復帰型の円安誘導提案と通常のオペによる超過準備供給ターゲット型の量的緩和を、流動性の罍の下での有効性と副作用の観点から比べてみると何が言えるでしょうか。

まず、量的緩和の有効性には相対的に大きな疑問符が付きます。追加的なオペによる資金供給が完全に空転するかたちで超過準備が蓄積されていく状況は、メルツァー教授の定義する「流動性の罍」そのものであり効果が期待できないからです。

ただし、当面効果が出ないとしても、そのことを無視して量的緩和を進めていく（いつか乾くことを考えて「濡れた薪」を積み上げる）ことは原理的に可能であり、それが日本銀行の金融緩和の持続性に対する市場参加者の期待を高めるということを通じてプラスの影響を及ぼす、といった可能性はあるかもしれません。

それでは副作用はどうか。この点は効果へのかすかな期待と裏腹の関係に

---

<sup>16</sup> 長期金利を低下させる、という政策も、金利裁定関係を念頭に置けば、為替レートが円安になる方向に圧力をかける政策に他ならないし、調整インフレ論もある意味では円安誘導論に他ならないと言える。

<sup>17</sup> 98年8月2日 日本経済新聞インタビュー。

なります。上記のように、これは、いわば「濡れた薪」をどんどん積み上げていく状態です。このため、為替相場の意図的減価政策のように貿易相手国からの激しい反発といった顕著な副作用が直ちに生じるわけではありません。ただし、いずれ経済環境が変わり火が点くころには薪が乾いているかもしれません。つまり、経済環境が変わって逆の政策が必要になった頃に、ようやく当初期待された効果を発揮する、という最悪の事態にもなりかねないわけです。その場合には、大きな副作用が遅れて顕現化することになります。

(金利指標を追加的メルクマールにできるか)

「濡れた薪」の副作用を重視すると、翌日物金利が実質ゼロでも、追加的なメルクマールとして金利水準を使う余地はないか、という議論になります。

まず考えられるのは、翌日物金利をゼロにした後、より長期の金利を誘導目標にするということです。しかし、翌日物金利が当面ゼロと予想されている期間については、リスクプレミアムを除いて、ターム物金利もゼロ近傍に低下すると考えられるため、ターム物金利を実質ゼロ以外の所望の水準に誘導する事は原理的に困難です。

ただし、多少見方を変えれば、ターム物金利の目標化は無意味とは言えません。ターム物のゼロ近傍までの下落を容認することは、この期間までの翌日物金利の平均水準にコミットする、という意味を持ち得るからです。こうした自縄自縛性は金融政策の機動性を失わせません。しかし、前述のように機動性の放棄は政策についてのシグナルとしての意味を持ち、市場との有効なコミュニケーションの手段になる可能性があります。例えば、少なくとも今後1年間くらいはインフレ率がアラームポイントに達せず、翌日物金利の実質ゼロへの誘導持続が必要、という強い予想が日本銀行サイドにあれば、そこまでのターム物金利を実質ゼロに誘導することをアナウンスすることが考えられます。

なお、このアナウンス効果によって、1年物までのターム物金利が実質ゼロになる場合と「デフレ懸念が払拭されるまで現在の政策を続ける」というアナウンスによって1年物までのターム物金利が実質ゼロになる場合とでは、表面的な結果は同じでも、金融政策のコミットメントの内容に微妙な違いがあります。前者は1年後までの金融政策を実際にコミットし、後者はアナウンスメントを金利動向に翻訳した市場参加者の予想を市場が反映している



に過ぎないからです。どちらがよいのか。これも両論有り得るところでしょう。

### 3 金融政策運営の考え方:総論

最後に、以上の各論を整理して、総論として書けば、どのようになるでしょうか。筆者のとりあえずの答えは以下のようなものです。

#### 使命としての物価安定

日本銀行は物価の安定を通じて経済の発展に貢献することを使命としている。したがって、デフレ回避に全力を尽くすことは当然である。このため、デフレ懸念が払拭されるまでは、原則的に引き締め方向への政策変更は行わない(翌日物ゼロ金利を維持する)。

#### マネーを通じた物価への働きかけ

インフレーションがマネタリーな現象である以上、デフレを食い止めるにはマネーサプライの安定的な伸びを維持することが必要になる。そのために必要なリザーブは供給する。

#### 金融政策上の追加的指針

金融政策の不確実性を減殺するうえで新たなメルクマール(たとえば、インフレーション・ターゲティング、超過準備ターゲティング、ターム物金利ターゲティング)が必要となった場合には、その効果と副作用に即して比較考量する。効果と副作用の比較にあたっては、日本経済の置かれた状況との照合作業が極めて重要になる。

### 4 おわりに:新たな疑問

以上、日本銀行の金融政策のありうべき座標軸と、そうした座標軸から導かれ得る各論および総論について論じてきました。ここまで読まれた読者は、最後に2つの関連する疑問を持たれると思います。第1の疑問は、

**この総論に基づく金融政策を行っていけば、日本の景気は持続的成長が可能となるのか、**

という疑問です。筆者の答えは、残念ながら、何ともいえない、というものです。金融政策単体の力は限られています。冒頭にも書いた通り、日本銀行は金融システムが抱えている不良資産問題など日本経済が強い構造調整圧力にさらされているなかで、これまで金融緩和に全力を挙げてきました。結果として辛うじてデフレ回避には成功してきましたが、新たな成長の軌道に乗る、というところまでは金融政策では保証できないでしょう。日本経済が持続的成長のパスに乗るためには、過去の負の遺産を整理する、という意味で構造問題の解決が不可避です<sup>18</sup>。この点、金融政策は構造調整の痛み止めにはなっても解決策にはならない、ということです。

ありうべき第2の疑問は、

**金融政策の総論を形成する基準として「効果があるように見えたり無害であるように見えるものでも、効果との対比で副作用が大きすぎる対応は採らない」と言っているが、現在の低金利政策に弊害はないのか、**

という点です。この答えも残念ながらノーです。

強い薬に強い副作用が伴うのは当然です。議事要旨にも少数意見として超低金利の弊害を懸念する審議委員の意見が述べられていますが、上記の第1の疑問との関連では、痛み止めとしての超低金利が却って構造改革を先送りさせる誘因になり得る、といった問題もあります。例えば、金利が高ければ、過剰設備・在庫や不良債権を抱えるコストは高くつきますが、金利がゼロに近ければこれらをファイナンスするコストは極めて小さく、万が一景気が好転して、不良債権が回収可能になったり、過剰在庫が売れ、過剰設備が稼働する、という可能性を考えると、問題を先送りしたい、という経営者の誘因は強まります。つまり、問題解決を先送りするインセンティブを与えている、という面は否定できません。

こうした副作用も、あくまで効果との比較考量に即して評価されるべきで

---

<sup>18</sup> 村山昇作「貯蓄・投資の不均衡打破を」、日本経済新聞・経済教室、99年5月20日。

す。副作用があるからといって、金融をタイトにできる状態ではないと判断し、副作用は承知しつつも、景気回復へのサポート力と比較考量して、最大限のサポートを選んでいる、というのが多数決により決定されたこれまでの日本銀行の政策であると思います。

決定会合の議事要旨に現在の政策に対する反対意見が見られることから明らかなように、現在の決定に対しては、ボードメンバーの中にも異論があるのは事実です。しかし、日本経済が再生の苦しみの中にある時に、ボードメンバーが悩みを抱えないで済む、ということはある得ないのではないのでしょうか。

以 上