

2012年6月15日

湯本雅士

デフレ下の金融・財政・為替政策 —中央銀行にできることは何か—

1. はじめに

筆者が2011年暮れに、「デフレ下の金融・財政・為替政策」(岩波書店)を世に問うてから約半年が経過した。周知のとおり、この分野ではこの間に様々なことが起こり、同書の記述に若干の補足を加える必要が生じている。本稿はそのための準備として作成したメモであるが、主眼はFRB及び日本銀行の金融政策措置におかれており、近時緊迫の度合いを増しているユーロ圏の危機及びそれに対応したECBの措置については触れていない。この問題は、デフレ対応策とは別の次元に属するものと考えているためである。

2. デフレの原因

低水準ないしはマイナスの物価上昇率と、きわめて低い経済成長率との併存という状態が長く続くという意味で、1990年代以降の日本がデフレの状態にある…いわゆる「失われた二十年」…ということについては今や異存がないとして、その原因・背景は何か? 最も基本的なことであるにもかかわらず、学界においてもこの問題についてなおコンセンサスが出来ているとは言い難い。そのことが、対応策についての議論を一段と混乱させているのであるが、あえて整理すれば、デフレの原因を需要面、具体的には、需要の喚起・拡大に必要な対策を講じてこなかった金融・財政政策の失敗に求めるか(A説)、それとも、供給面、すなわち、内外環境の大きな変化の中で、日本経済が直面している潜在成長率の低下という、より構造的なものに求めるか(B説)、この二つの立場があるといえよう。

A説によれば、日本では過去十数年にわたって大幅な需給ギャップが存在する状態が続いてきた。その原因は、1990年代初めの平成不動産バブルの崩壊と、それに伴うバランスシート調整圧力が発端となって生じた需要(消費・投資)不足という事態に対して、財政金融政策が適切に対応してこなかったこと…具体的には、財務省のあまりに緊縮的な財政運営姿勢と、日本銀行の過度の引き締め姿勢、ならびにその後の中途半端な金融緩和策である…とする。この説によれば、日本のデフレは「正しい」金融・財政・為替政策を取ることによって克服することができる。すなわち、財政面では減税と財政支出の大幅拡大(したがって、この時点での消費税率引上げなどはもってのほかである)、金融面ではもっと思い切った金融緩和が必要である。財政については、民間になお大幅な貯蓄余剰があり、大

量の国債が国内金融機関によって保有されている現状では、財政赤字の拡大すなわち国債残高の累増、そしてその結果としての国債バブルの崩壊（＝長期金利上昇）あるいは日本のギリシャ化のリスクなどを心配する必要はない。金融について言えば、これまでの日銀の金融緩和姿勢は極めて生ぬるい。さらなる緩和措置、具体的には、3～4%程度のインフレターゲットを設定し、その目標が達成できるまで大量の国債購入を続けるべきである。そうした思い切った金融緩和措置は必ず円安をもたらすはずであるが、併せて大量介入によって円相場の水準をさらに引き下げ、輸出需要喚起を図るべきである、とする。

一方B説は、日本のデフレは、国内・国外におけるより構造的な変化、すなわち、対外的には、中国・韓国を初めとする新興国の台頭、国内面では、歴史始まって以来の日本の人口動態の変化（生産年齢人口の減少）という、二つの要因によって、日本の潜在成長力が低下していることにその原因があるとする。現在の成長率低下及び将来予想される潜在成長率の一段の低下は、「現時点での」需要縮小をもたらし、需給ギャップの拡大・持続の原因となる。A説が言うような財政面からの刺激と金融緩和の一段促進については、その副作用を十分に考慮に入れる必要がある。景気刺激のために次々と繰り出す拡張的財政政策の結果、財政ポジションが極度に悪化し、そのことが国債価格の暴落すなわち長期金利の上昇をもたらすというリスクである。この点については、しばしば「狼少年」などと言われることがあるが、このままの状態が続いていけばそれは必ず起こる。しかし、何時、どういうきっかけでそれが起こるかわからないという意味で、丁度今話題の地震予知に似ていないこともない。長期金利の上昇は企業の経済活動を阻害するのみならず、国債を大量に保有する金融機関の財務内容悪化（保有国債の評価損拡大）と、その結果としての金融システムの動揺をもたらす。国にとっては、金利の上昇は国債費の増大を意味し、財政ポジションのさらなる悪化要因となる。一方、過度の金融緩和は、いわゆる「金融不均衡」、より端的に言えば資産（土地・株式）価格バブル再燃の火種となる。資産価格バブルも、それによって景況感が明るくなればいいではないか、という意見もあるが、バブルは必ず崩壊する。それがどのような結果をもたらすかは、過去二十年間日本が身をもって経験してきたことであり、また、欧米諸国もこの数年間経験しつつあるところである。為替相場について言えば、日本が金融を緩和すれば必ず円安になるという保証はないし、積極的な円安政策（＝大量介入）は効果に疑問があるばかりでなく、かりに成功しても、対外摩擦を激化させる要因となって、むしろ国益に反する。

この説によれば、今必要な施策は、内外環境の変化に対応した、司法・立法・行政の全面にわたる、日本経済の抜本的な「構造改革」によって潜在成長率を引

き上げることである（消費税率引き上げは、そうした構造改革の一環である税制と社会保障制度の徹底的な見直しの第一歩である）。潜在成長率は、労働と資本投入量、それに全要素生産性（total factor productivity<TFP>）によって既定されるが、生産年齢人口の減少と、産業空洞化が進む中で投資に多くを期待しない現状の下では、生産性の向上が焦眉の急である、とする。ちなみに筆者は、前掲書において A 説をとらずに B 説を妥当とし、可及的速やかな構造改革の必要性を説いていた。

3. 金融政策の新展開と経済動向

さて、その後、年が明けてからの展開であるが、異例の寒さが緩むと共に、世界経済については比較的明るい材料が相次いだ。米国では住宅関連指標の下げ止まりと失業率低下・非農業部門雇用者数の増加、日本では輸出の下げ止まりや消費の回復、加えて復興需要もあって経済活動活発化の兆候が見られるようになっている。欧州については周知の通り、ギリシャの政情の流動化が大きな重しとなつてのしかかつており、周辺国への伝播を含め情勢は予断を許さないが、少なくとも、ユーロ危機回避のためのセーフティ・ネットの構築という点においてはこれまでよりは進展があったと見られていた。そして、こうした動きを支える要因として挙げられているのが、年末から年初にかけて各国中央銀行がとった措置（文末 {付} 参照）である。とりわけ日本においては、2 月 14 日の日本銀行の政策措置発表と軌を一にして株式市場が活況を呈し、株価が上昇して一時は 1 万円台を回復するとともに、為替相場が一頃の 75 円台から 80 円台へと円安化し、長期金利も低下した。これを眺めて、A 説を奉ずる論者は、自説の正しさが証明されたと大いに鼻を高くし、快哉を叫んだものである。

しかしながら、その後の展開を見ると、最近の株価は昨年末の水準どころか、一時はリーマン・ショック当時を下回るところまで下落、円相場も再び 70 円台に上昇するなど、A 説論者の歓声は短期的なものに終わった感がある。A 説論者は、その背景には折からのギリシャのユーロ圏離脱の危機という、日本としては如何ともしがたい情勢の展開があったのであり、それがなければ、自説は依然として正しいのだ、と主張するのであろう。しかし、それは本当であろうか。

このことを考えるために、まずはこれまで FRB と日本銀行がデフレ対応ということで取ってきた政策措置を振り返り、それが提起した問題点を探ってみることとする。

4. 伝統的な金融政策のトランスミッション・メカニズム

本題に入る前に、かつて金利がプラスであった時代に金融政策がどのように運営されてきたかについて今一度復習してみたい。中央銀行が政策運営を行う場は短期金融市場、その中でも、金融機関同士が取引しているインターバンク市場（例えばコール市場やFF市場）である。中央銀行は金融機関を相手に、主としてごく短期の証券を売買する（マーケット・オペレーション）ことによって、短期資金、具体的には、金融機関が中央銀行に保有する当座預金、すなわち「準備」の需供関係を変化させ、それによって政策金利（コールレートやFFレート）を目標とされる水準に誘導する（かつて主役であった中央銀行貸出も、今や専ら担保付証券売買の形をとっている（その一例が日銀の「共通担保資金供給オペ」である。「公定歩合」などという言葉は今では存在しない）。短期市場金利は金融機関の貸出金利や中長期金利に影響を与え、それを通じて経済活動に影響を及ぼす。金利の変化はまた、資産価格（株価・債券価格、あるいは土地・住宅価格）を変動させ、経済主体の行動はそれによっても影響を受ける（資産効果）。為替相場が金利の影響を受けることは勿論である。政策当局の意図は予想物価上昇率に反映され、実質ベースで経済活動を考える際のアンカーとなる（実質値＝名目値マイナス予想物価上昇率）。実質的な経済活動の活発化は実物の需給関係を変化させ、物価への上昇圧力、通貨の増発要因となる。為替レートの変化は、輸出入価格を通じて物価変動の要因の一つとなる。

こうした金利中心の考え方に対して、マネー中心のトランスミッションを重視する立場があることは周知の通りである。この考え方によれば、中央銀行のオペレーションの結果、中央銀行預金すなわち準備の量（あるいはそれに現金通貨＜銀行券＋貨幣＞を加えたマネタリーベースないしはベースマネー）が変化するが、そのことが通貨（マネーストック）の量を変化させ、それが経済主体の行動に影響を及ぼす。加えて通貨量の増大は、それ自体が物価を上昇させる直接的な要因であるとする。

こうした通貨中心主義とも言うべき議論をどう考えたらいいか。通貨には日銀券や硬貨などの「現金通貨」と、銀行に置かれた普通・当座預金等の「預金通貨」とがあるが、現金通貨は預金通貨なしでは存在し得ないから、ここで通貨といえは専ら預金通貨のことだけを考えればよい。しばしば、「日本銀行は銀行券発行権限を与えられている。デフレを克服するためには銀行券を増刷すればいいのに、それをしない日銀は怠慢である」というような声を耳にする。あるいは、「日銀が怠慢で銀行券を増発しないなら、政府が紙幣を発行すればいい」などという人もいる。こうした議論には、そもそも「通貨とは銀行券である」という素朴な思い込みがある（確かに、GDP対比で見た場合、日本の現金通貨のウエイトは他国に比べてかなり大きい＜日本 18%に対し米国 7%弱＞）が、そのことは別としても、どれだけ銀行券が発行されるかはそれを使用する経済主体の選択の問題（通貨を現金で持つか、それとも預金のままにしておくか）であって、日本銀行はこの点ではあくまでも受身であるということをお忘れしている。

ということで、預金通貨について考えてみるが、ここでの日本銀行の役割は、あたかも二段ロケットのブースターのようなものであることに留意する必要がある。本体（通貨）が軌道に乗るためにはブースター（準備）が必要であり、中央銀行はオペレーションによって準備を供給することが出来る。しかし、本体を軌道に乗せる、すなわち通貨それ自体を創り出すのは、あくまでも民間金融機関の信用供与活動（貸出・証券買入）であって、中央銀行にできることは間接的な支援、すなわち、準備を潤沢に供給することによって、銀行が信用供与を行うのを容易にし、それを促すということに尽きる。そして、銀行の信用供与を規定するのは、言うまでもなく資金需要の有無、借入プロジェクトの収益性と将来性、借入申込者の信用度、そして、銀行自身の財務状態（自己資本比率等）などといった要因である。

ただ、中央銀行としてはもう少し直接的な通貨増発のチャンネルがあるのではないかと、いう疑問があろう。極端なケースは、中央銀行が直接民間企業あるいは個人を相手にして、彼らが保有する資産、たとえば土地・家屋・証券などを買い入れるということであるが、いくらなんでも、今時そうしたことを言い出す人はいない（「ケチャップでも何でも買えばいい」というのは経済学者の言葉の綾である）。残されたチャンネル、それが財政赤字のファイナンスである。すなわち、政府が財政収支赤字を埋めるために国債を発行し、それを中央銀行が引受ける、ないしは市場から買い入れることによって政府の資金調達を助けるというルートである。政府がこうして得られた資金を支出すれば、それはそのまま民間部門が保有する通貨量の増加となる。しかしながら、中央銀行による国債の直接引受は、過去におけるその弊害（大インフレによる国民生活の破壊）の記憶から、世界中でタブーとされている。一方、中央銀行が、金融市場の状況や経済動向を眺めながら、金融調節の一環として市場（金融機関）から国債を買い入れる場合は、直接引受よりは弊害が少なく、場合によってはそれが必要とされることもあるが、行き過ぎると放漫財政を助長し、結局は引受けに等しい結果をもたらす恐れがある。そのため、これまでは、どの中央銀行も、こうしたオペレーションについては、規模とタイミングを慎重に考慮の上、行き過ぎの起こらぬよう留意しながら実行してきた。

以上に加えて、通貨中心の金融政策のトランスミッション経路については、通貨量と実体経済との間の関係が曖昧かつ不安定で、十分な信頼を置くことが出来ないという大きな問題がある。通貨の増発が即物価の上昇をもたらすという議論についても疑問がある。これには、増発された通貨はすべて交換決済手段として使われ、したがって実物量と通貨量との関係が変化するという暗黙の前提があるが、通貨は交換決済手段であるとともに価値保蔵手段でもある。増発された通貨が筆筈にしまいこまれては一般物価の上昇要因とはならない。かつては、マネタリーベースないしはベースマネー（現金通貨と中央銀行当座預金の和）とマネースtock（通貨）の量ないしはその増加率と物価上昇率あるいは成長率

との間にある程度の相関関係がある、しかも、因果関係は、マネタリーベースからマネーストック、そして実体経済という方向に向かうとされていたが、これまでの実証結果はこれをほぼ否定するものであった（通貨需要関数の不安定性）。昨今、ごく一部の論者を除き、マネタリズムの主張が勢いを失ったのも故なきことではない。

マネタリズム・チャンネルに依拠し、デフレ脱却のためには通貨の増発が必要だとする議論の一つの問題は、言うまでもなく資産価格バブル発生リスクである。一般価格が落ち着いている間に不動産や株価バブルが発生して、後で反省するという経験は、金利チャンネルに依拠してきたこれまでの金融政策においても繰り返されてきたことであるが、デフレ対策としての通貨増発論はより明確・直接的にこのリスクに結びつく。先にも触れたとおり、不動産価格や株価の上昇が資産効果を通じて実物経済を刺激し、それがデフレ脱却に寄与するならそれでいいではないか、という考え方もあろうが、資産価格バブルが進行中にそれを止めるのが如何に難しいか、それが破裂した時にどのようなことが起こったか、その後遺症はどのようなものであるかを如実に経験した我々としては、そうした手段を正当化することはできない。

5. 金利ゼロ時代の金融政策

金利プラス時代の金融政策についての復習はこの程度にして、それでは、デフレ下のゼロ金利時代（zero-lower bound <ZLB>）には金融政策はどのように運営すべきなのか。以下では、FRB と日本銀行のデフレ対応策を例にとりてこのことを見てみよう。なお、他に準備預金付利金利（IROR）の引き下げも話題に上ることがあるが、これまで実施されたことはない。ほぼゼロ金利の下で金融取引・金融市場が存続するためには最低限の付利が必要であり、そこでの金利操作の余地は限られているためである。

FRB

- (1) 政策金利の連続引き下げ（金利水準を実質ゼロに維持）
- (2) 長期債の大量購入（いわゆる「QE 2」）
- (3) 政策意図についてのコミュニケーション戦略（とりわけ「時間軸効果」）

長期債の大量購入の結果、FRB のバランスシートは大きく膨張した。その過程で買入の対象や方法等についていくつかの新たな試みが行われたが、そのうちで最も興味深いのは、2011 年 9 月に決定された残存期間 6~30 年の長期国債を 4000 億ドル買入れると同時に、2 年以下の短期債を同額売却するという、いわゆる「ツイスト・オペ」である。その背景には、FRB のバランスシートの膨張と、FRB による実質的財政ファイナンスに対する政界らの強い批判があったことを忘れてはならない。なお、Agency 債及び MBS 債については引き続き期日償還分を同額乗り換えられており（一時行われ

た国債による乗り換えは中止された)、国債の期日償還分も国債に乗り換える措置を継続して、期日償還によって残高が減少する(引き締め印象を与える)ことを防いでいる。

問題は時間軸効果である。FRBはこれまで、超低金利持続を妥当とする期間を2013年央としてきたが、その後これを2014年終盤までとした(文末参照)。これを見ると、FRBは時間軸を延長し、超低金利持続に一段と強くコミットしたとの印象を受ける。しかしながら、FRBは、今回初めての試みとして、FOMC各メンバーが抱えている政策金利の先行きについての見通しの発表を行うこととした。これを見ると、超低金利の終了時期を早めた方がいい、そして政策金利を引き上げた方がいいと思っている(いわゆるタカ派の)メンバーが相当程度いることが分かる。このことは、超金融緩和の継続というFRBの意向が本物かどうか、という疑念を市場に抱かせ、時間軸効果を薄める結果にならないか…バーナンキ議長はこれについて、組織としてのFOMCの決定(FRB理事と地域連銀総裁のうち投票権を有する者)と、FOMCを構成する各メンバー(全17名)の個人としての意見が異なることはあり得ることであり、あくまでも重要なのは組織体としての決定である、として現行の扱いを擁護しているが、金融政策の効果を高めるための施策としての時間軸効果を考える場合、政策決定過程の透明度は高ければ高い程いいのであろうかという重要な問題が提起されているといえよう(4月のFOMC後の見通しでは、この間における景気動向を踏まえてか、金利変更時期が前倒しになっているとの印象がある)。

同じく1月のFRBの施策で注目を集めたのが、2%という物価上昇率についての“goal”の設定である。FOMCはこれまで、四半期に一度のSEP(Summary of Economic Projections)において、FOMCを構成する各メンバーが抱えている今後の成長率と失業率、及び物価上昇率についての見通しを発表してきた。各メンバーの見通しである以上ある程度の幅があり、例えば2011年11月の発表では、長期的な物価上昇率を1.7~2.0%としていたが、今回はこれを2%と一本化し、FRBの「ゴール」として打ち出したということである。バーナンキ議長は、これは長期的に見た場合の「ゴール」であって、通常言われているような意味での「ターゲット」ではないことを強調している(「ターゲット」は、そこから逸脱したら直ちに何らかの是正措置をとらなければならないという意味合いを持つ)。しかしながら、一般にはこの措置をFRBのインフレターゲット採用というように受け止めているようである。

次に考えてみる必要があるのは、このFRBの措置と、最近明らかになってきた米国経済回復の兆しとの関係である。言うまでもないことながら、FRBが1月に超低金利持続期間の延長と物価上昇率についての長期的なゴールを打ち出したから米国景気が回復に向かったなどという単純な話ではない。雇用情勢の改善は2011年央頃を境に始

まっていたというのが現実であり（失業率は2011年8月9.1%、2012年5月8.2%）経済活動はここから回復に向かっていたとの見方も出来ないわけではない。この点については、これまで米国の負の需給ギャップを過大に見ていたのではないかとする論者もいる（例えばセントルイス連銀総裁ブラード）。ただ、米国ではこのところ何回も年前半の景気好転の観測が年後半になって裏切られるという経験を繰り返して来ており、FRBとしても、つい慎重な姿勢にならざるを得ないという事情があった。事実、失業率の低下傾向が持続する中でも、バーナンキ議長等の先行きについての見方は引き続き厳しい。

景気についてのバーナンキ議長等の厳しい見方を根拠に、このところ、景気指標が市場の予想を下回る度に、FRBによる長期債の買入枠増大、いわゆるQE3の実施を期待する声が高まるという現象が目につく。まず市場予想が広く喧伝され、現実がそれに追いついていかないと、FRBに対して追加的緩和政策を求めるという昨今の傾向については後にも触れるが、そもそもQEはデフレ対応策として有効なのか・・・この問題は如何に述べる日本の対策にも関連することであるので一言しておく必要がある。

この問題については、日本銀行が量的緩和政策をとっていた2000年代初めを中心に学術論文が相次ぎ、そのことについては前掲書でかなりの紙数を割いて紹介しているが、結論的には否定的な見解が多い。日本銀行が当時唱えていたのは、日銀が金融機関から国債等を買入れることによって、これら金融機関が日銀に持っている預金、すなわち準備の水準を嵩上げする、そうすれば、金融機関にはそれを利用して貸出や新たな証券購入を行おうとするインセンティブが生まれ、それが経済活動を刺激しよう、というものであった（ポートフォリオ・リバランス効果）。しかしながら実際には、バブルの崩壊によって金融機関の財務内容が著しく毀損（自己資本比率低下）し、かつ経済の先行きが見えない状況の下では、いくら準備を積み上げてみてもそれが新たな信用供与に結びつかず、いわゆる「ブタ積み」に終わってしまったというのが実情であった。ただ、それではこの措置には全く意味がなかったというわけではなく、金融機関の手許に潤沢な流動性が蓄積されているという事実が市場に安心感を生み、金融システム全体の動揺を防いだというところに意義を見出すことが出来る、というのが大方の結論であった。

FRBのQEについては、バーナンキ議長が各所で講演しているが、そこでは「ポートフォリオ・リバランス効果」という言葉がしばしば出てくる。このオペレーションの目的は、準備量全体の嵩上げではなく、市場におけるある特定の債券の需給関係に影響を及ぼし（したがってその債券の利回りが低下する）、それが他の債券利回りにも影響を与え、全体として経済活動に刺激を与える効果に期待するという点にある。従っ

て、バーナンキはQE(quantitative easing—量的緩和)という言葉を好まず、専ら credit easing (信用緩和) という言葉を使っている。ただ、このオペレーションが実際にどのような効果を挙げたのかについては、事態がなお進行中であるということもあって、議論に決着がついていない。長期金利引き下げ効果があったとする論文もあるが、実際にはそうでないケースも見られる(長期金利=短期金利+リスク・プレミアムであるが、リスクは多種多様であり、かつ常に変化する)。株価についても同様である。学界の大方の見解は、(日本銀行の政策の場合と同様に)危機に際して金融システムの安定維持に貢献し、それを通じて実体経済が回復軌道に乗るまでの時間的な余裕を与えたという意味で一定の効果を発揮したことは認めるが、そこからさらに進んで景気刺激の役割を果たしたかどうかについてはなお疑問があるというところである。日本がかつて経験し、また欧米もまた経験しつつあるように、資産価格バブル、とりわけ不動産価格バブル崩壊の場合には、経済が自律的に回復するまでに要する時間は極めて長く(この点については、ラインハート=ロゴフの有名な“This Time is Different”が想起される)、現在でもなお終わったとは言えない、すなわち、最近における若干の景気指標の回復を見て、安心するといった状態ではない。ましてやそれがQEの成果だなどということは出来ない、ということである。

日本銀行

日本銀行はこれまで、通常の金融調節の一環として、市場から長期国債を定期的買い入れてきた(漸次増額して現在は年21.6兆円のペース)が、2010年10月に至って、デフレの長期化と、折からの円高への対応を視野に入れた包括的な金融緩和策の一環として「資産買入基金」を設定し、通常の金融調節の他に国債を含む各種の資産を買い入れるプログラムを打ち出した。

「包括的な金融緩和策」の内容

- ・政策金利を0~0.1%程度で推移するよう促す
- ・物価の安定が展望できる情勢になったと判断されるまで実質ゼロ金利政策を継続する(時間軸効果)
- ・資産買入基金の創設

これに先立ち日本銀行は、2010年4月に、民間金融機関が行った成長基盤強化案件への融資の全額ないしは一部相当額を、政策金利(現在0.1%)で1年間リファイナンスする(最長4年まで借換え可能)というプログラムを打ち出している。成長基盤強化のための資金供給については、そのような、量的(金融政策)よりはむしろ質的(財政政策)な性格をもった政策は果たして中央銀行が行うべき業務であろうか、むしろ、日本政策金融公庫ないしは日本政策投資銀行といった政策金融機関が取り扱うべきもの

ではなかろうかという疑問があるが、そのことはさておき、こうしたプログラムが打ち出された背景には、日本銀行が、デフレの主因が日本経済の潜在成長力の低下にあると考えていることを示している。そして、こうした政策を打ち出すことそれ自体が、日本銀行がデフレ脱却のためにいろいろな手を講じていることを世間に知らしめるという意味で、前述したコミュニケーション手段改善の一環であるという性格をも持っている。このプログラムは量的にもかなりの規模に達しており（当初枠 3 兆円から増額して現在 5.5 兆円）、日本銀行は機会あるごとに、日銀が如何に熱心にこの問題に取り組んでいるかを世間に印象付けようとしている様子が窺われる。

再び包括的金融緩和策に話を戻すと、このプログラムには様々な要素が含まれていることが分かる。政策金利については、これまで誘導目標を「0.1%前後」としていたのを、「0~0.1%」としたところに意味がある。言うまでもなく、金利ゼロを許容するという意味であって、日本銀行が実質ゼロ金利政策をとっていることをこれまで以上に強調する趣旨であって、これまたコミュニケーション手法改善努力の一環と解釈できる。実質ゼロ金利政策を「物価の安定が展望できる情勢になるまで」継続するという「時間軸」についても同様であって、こうした方針を打ち出すことによって、経済主体の活動のための中長期的アンカーを提供するという意図が明らかである。

そこで問題となるのが、「物価の安定」とはどのような状態を指すのか、という点であるが、周知のとおり、これまで日本銀行は、それを示すものが、政策委員会を構成する各審議委員が持っている「中長期的物価安定の理解」であり、具体的には、「消費者物価指数の前年比で 0~2%程度の範囲内で、中心値は 1%程度」としていた。2012 年の 2 月に問題となったのは、こうした表現が、日本銀行の意図・意向を一般に広く、かつ正しく伝える手法として果たして適切かどうか、という点であり、これまた中央銀行のコミュニケーション戦略を巡る議論となる。

日本銀行がこれまで、なぜ「物価上昇率目標値」といった形ではなく、こうした（確かに一般には判り難いことは認めざるを得ない）表現を取ってきたかについては、前掲書でも詳しく説明しているように、一旦目標値を掲げるとそれが独り歩きし、何が何でも達成すべき「ターゲット」として受け止められる恐れがあるということである。とりわけ、電車が 5 分遅れても、寸法が 1 ミリ違っても許さないという几帳面な国民性を誇る日本人のことである。例えば目標値として 1%の上昇率を宣言し、実際は 0.5%の物価上昇であったとすると、たちまち起こってくるのは、日本銀行の金融緩和の姿勢が足りない、日本銀行はデフレを許容しているのか、という声であろう。そして（全般的な経済情勢はどうであれ）、目標を達成するためにはありとあらゆる手段を使うべきだ、という議論になる。財政面で手詰まりとなっている政治家は、こうした機会を利用して日

銀に国債の大量買入を迫るであろうし、市場もまたそれに便乗して収益を上げるべく、いろいろな手を使うことであらう（ポジション・トーク）。メディアもまたそうした風潮を煽りたてる傾向がある。そして、日銀がこうした「世論」に応じなかった場合には、「失望売り」を仕掛けて株安、円高を実現させ、その責めを日銀に負わせようとする。

本来物価上昇率の「目標値」とは、中長期的に見て実現することが望ましいとされる、それこそ「目処」なのであるが、世間が実際に問題にするのは、毎月発表される直前の月の上昇率である。先に見たトランスマッションの経路からも明らかなように、政策措置が実施されてからその影響が物価に及ぶまでには相当の期間を必要とする。しかし、短気な「世論」はそのことを許容しない。この点、（方向は逆であるが）かねてからインフレターゲットを標榜し、実行してきた英国のケースは格好の対照をなす。英国政府は現在 2%のターゲットを掲げ、BOE はそれを実現する義務を負っているが、実際には物価はこれをかなり上回るテンポで上昇している。BOE 総裁は財務大臣に対してその間の事情を説明し、先行きどのように対応するかについて書簡を發出することになっているが、ここ数年、次から次へと何通もの書簡が出ている状態にもかかわらず、それが大きな問題になったことはない。

現実に存在するわけではない「物価」というものを測定するためには、人工的に作られた「物価指数」を使わざるを得ないのであるが、当然のことながらその扱い・解釈には細心の注意が必要である。例えば、頃来のテレビ等家電製品の価格下落は物価指数を押し下げる要因の一つであるが、これを眺めて、デフレが一段と深刻化していると判断することが果たして妥当か。このことは、少し知識のある人であれば敢えて言うまでもない常識なのであるが、一般には必ずしもそのようには考えられていない。日本銀行はこれまで、政策委員会審議委員の各自が持っている物価安定の「理解」という形を取って、政策運営の自由度・柔軟性を確保しようとしてきた。それは、実質的には明らかに日本銀行が考えている「あるべき姿」、「目標」なのであり、それを実現するために様々な工夫を凝らし、努力するという暗黙の了解があったのである。先に述べた FOMC 各メンバーの長期的物価見通しも同様の性格を持ったものであった。

2012 年 2 月の日銀の措置は、「前年比 0~2%の範囲内で、中心は 1%程度」というこれまでの「各委員の理解」を、「日本銀行として 1%を目処」とするという形で明確に打ち出したところに意味がある。「目標」とは言わず、「目処」とした点は、バーナンキ議長が、“target”ではなく、長期的に見た場合の“goal”であると述べたことに通ずるものがあり、苦心の跡が見受けられる。日本銀行がこの言葉遣いにこだわった理由は今まで述べてきたところから明らかであるが、一般には（FRB の場合と同様）日銀がインフレターゲットを採用したと受け止める向きが大勢であった。

1%を目処としたことについては、他の中央銀行がおしなべて2%をゴールないしは目標にしていることから見て、日本銀行は厳し過ぎるとの感を抱く向きもあり、事実政策委員会でもそうした議論があった（デフレに陥らないようにするためにもある程度のバッファが必要である、物価指数の持つ上方バイアスという技術的な問題もある、等）。しかしながら日本の場合、長年にわたってゼロ近辺の物価上昇率が沁み込んだ体質となっており、これを急に2%に引き上げるのは無理で、強行するとさまざまな問題が生ずる恐れがある。物価上昇率2%が定着した世界とは、名目金利2%の世界である。実質ゼロの金利が急に2%も上昇した時の影響（例えば金融機関の財務内容悪化や、国債金利負担の増大）は甚大である。日本銀行はそうしたことを考慮して、とりあえずは1%を目指すとしたものであるが、「2%以下のプラスの領域」という従来からの文言を維持することによって、1%以上を目指す意図があることを示唆している。そして、この目途の達成が見通せるようになるまでは、「実質的なゼロ金利政策と金融資産等の買入等の措置により、強力に金融緩和を推進していく」という、これまでより強い表現を用いている。その前は、「物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまでは、実質ゼロ金利政策を継続していく方針である」の後で、「また日本銀行は、資産買入等の基金の規模を類似にわたって大幅に増額することにより金融緩和を強化してきており、その下で金融資産の買入れ等を着実に進めている」という、客観的な事実を述べるに止めていた。

資産買入基金の創設は、いわゆる量的緩和（quantitative easing）ないしは信用緩和（credit easing）の一環であるが、英国のAPF（asset purchase facility）が、実質的にはBOEのオペレーションであるにもかかわらず、本体とは別組織の業務（別のバランスシート）という形を取るのに対し、資産買入基金は、日本銀行のバランスシートの一部をなしていること、しかし別管理されているという点に特色がある。別管理されているのは、この措置が臨時異例のものであって、事態が正常化（デフレ脱却）すればいずれ元に戻るべきものであるという認識があり、そのことを明確化するためである。FRBの資産買入が国債及び政府機関類似組織（GSE）発行の債券に限られているのに対し、日本銀行の買入対象資産は、国債のみならず、民間債、それも、CP、社債、ETF、REIT等多種多様にわたっている点に特色があるが、量的にはやはり国債に重点が置かれている。資産買入基金として管理される国債は、通常の日銀銀行保有国債とは異なり、いわゆる「日銀券ルール」（日本銀行が保有する長期国債の残高を、日銀券発行残高の範囲内に抑える）の適用外となっているが、これもこの措置の臨時的・例外的性格を示すものである。日銀券ルールについては後にも触れる。

2月に打ち出された資産買入基金制度対象国債の買入枠増額について注目すべきこと

は、既存の枠が一杯になったから行われたわけではなく、むしろかなりの枠空きがある中でそのことが発表されたという事実である。4月の増額（長期国債10兆円増枠、他の資産で5兆円減額し、全体では5兆円増枠。現在総額70兆円）についても同じことが言える。そして、2月の長期国債増枠分については2012年末までに、4月のそれについては2013年央までに達成すると宣言し、かなりのテンポで国債を買い入れることをコミットしている。このことは、この措置もまた、日本銀行の金融緩和の姿勢が本物であることを示すことを意図した中央銀行のコミュニケーション戦略の一環という性格を持ったものであると解釈することができる。日銀はこれまで、基金による買入国債の残存期間を2年以下に止めてきた（同措置が臨時的性格を持ったものであることを示す。通常の国債買い入れの場合はより長期にわたっている）が、これだけ大量の国債を、しかも短期間に買い入れるとなると、当該国債の需給関係に著しい歪みが生ずる惧れがある（2年以下の新発債の発行高はそれほど多くはない）。買入対象国債の残存期間を3年以下としたのはこの問題に対応するためである。別管理されている資産買入基金買入れ残高の規模は、日本銀行全体のバランスシートの中で4割近くに達する。

この資産買入基金を含めたバランスシートの規模ないしはその膨張ぶりをGDP対比で見ると、日本銀行のそれは他の中銀を圧して大きい。同じくGDP対比で見たマネタリーベース及びマネーストックの国際比較からも見ても、日本は世界で最も金融緩和が進んだ国であると言いきそうである。ただ、一部の論者は、レーマンショック以降のバランスシートの拡大「テンポ（増加率）」が他国に比べて小さいことを理由に日本銀行の緩和姿勢が足りないを批判している。日本の場合、レーマンショックの影響（金融機関経営の破綻、金融システムの動揺）は欧米諸国に比べきわめて軽微であり、したがって、欧米中銀のようにその対応に狂奔するという状況ではなかったことがこうした違いとなって現われているわけであり、そのことを捉えて、日銀の緩和姿勢が消極的であるという一部論者の批判はあたらない。ただこの問題は、経済に影響を与えるのはフローなのかストックなのかという点にかかわるものであり、この点については学界においても意見が分かれている。ちなみに、バーナンキはストックの効果に重点を置いているようである。

6. デフレ対応策の評価

これまで、名目金利ゼロ（ZLB）の世界で、デフレ克服のためにFRBや日本銀行が取ってきたさまざまな政策措置を概観してきたが、そこからどういうことが言えるのか。勿論事態はなお進行中であり、あくまでも中間的評価ということであるが、金利ゼロ下におけるデフレ対応のための金融の一段緩和とは、中央銀行が市場から国債を中心に大量の証券を買い入れ、それによって極力中長期金利を押し下げること、そして、その結果として供給される潤沢な準備ないしは流動性が金融機関に安心感を与え、そのことが

金融システムの安定化に寄与する、そうしたことを狙うものであると言えそうである。それだけではなく、中央銀行が大胆な金融緩和プログラムを遂行する旨を宣言ないしはコミットする（その中には、資産買入枠の増額のみならず、時間軸の延長や物価上昇率目標値設定も含まれる）ことによって、中央銀行がデフレ克服に熱心に取り組んでいるという「期待」が広まることを狙う、すなわち、中央銀行の政策運営のかなりの部分が、経済主体の期待形成という点におかれるということである。

しかながら、期待を通ずる政策の波及経路は本質的に脆弱で壊れやすく、悪く言えばイリュージョンの世界である。一般の期待に僅かでも疑念が生ずると全体が崩壊する危険があるという意味ではバブルに似たところがある。そして、（最近の株価や為替相場の動きに見るように）一時的には明るい雰囲気醸し出されたとしても、いつそれが剥がれ落ちるかもしれない、ましてや持続的なデフレ克服策にはなり得ない。このように見えてくると、一見 A 説を支持するかに見えた最近の政策運営についての積極的な評価にはやはり大きな疑問があると言わざるを得ない。日銀の措置発表後の株価上昇・円安進行については、勿論サプライズ効果があったことを否定するものではないが、その他に、米国経済の動向やユーロ問題の進展等、さまざまな支援材料があったことを忘れてはならない。2月の株価の一時的上昇や円高一服などの現象を眺めて、日銀が大胆な金融緩和に踏み切ればデフレを脱却することができるなどといった意見が力を増したとすれば、それはある意味では不幸なことであったが、その後の展開を見ると、そうした理解が根拠を持たないことが証明されたということができよう。

既に多くの論者が指摘しているように、デフレ克服のための処方箋として打ち出されている昨今の政策運営には大きな副作用が伴う危険がある。言うまでもなく、中央銀行による財政ファイナンスという問題である。予想を下回る景気指標が発表される度に QE3 の実施が云々される FRB については前述したが、事実上物価上昇目標値を掲げた日本銀行については、「目処」に達しない物価上昇率が発表される都度、より強い追加緩和策の実施を迫られる恐れがある。追加緩和とは、これまで以上に大量の国債の購入であり、資産買入基金のさらなる増額が要請されることが予想される。前述したように、基金の保有する国債は日銀券ルールの適用外であり、この点についての制約がないことも、購入増額を迫る側から見れば好都合である。日本銀行が、資産価格バブルの再燃等の副作用を恐れて増額を躊躇すれば、日本銀行はデフレ克服に熱心ではないという声が高まり、そのことが円高を誘って、日銀に対する政財界からの緩和の催促が強まるという、これまで見慣れた光景が繰り返されることになりかねない。日銀が財政ファイナンスの道具となることを潔しとせず、そうした圧力に対抗する姿勢を取るならば、政府日銀間のアコードの締結（具体的には日銀に対する国債購入の義務付け）、さらに進んで日銀法改正（政府の指示命令権の復活ないしは総裁罷免権）にまで及ぶ可能性があるこ

とは、昨今の与野党幹部の言動から見て決して架空の話ではない。事実、2012 年度予算を審議していた国会では、FRB の 1 月の措置を材料に、総裁に一段の金融緩和を迫る声が集中した。総裁は否定しているが、そうした雰囲気が 2 月の政策委員会の議決に全く影響を与えなかったとは言えまい。こうした風潮を眺め、一部のメディアの中にもさすがに懸念の声を挙げるものが出始めている（たとえば、2012 年 4 月 29 日朝日新聞社説「緩和の自動化を憂える」）。

日銀は、1990 年代の終わりから 2000 年代半ばまで、ゼロ金利政策、次いで量的緩和政策と様々な手段を講じてきており、その意味では文字通り非伝統的金融政策のパイオニアであるが、量的緩和政策実施当時、ある政策委員が、絶え間のない目標準備水準引上げ要求を眺めて「地獄だ」と言って嘆いていたように、「もっともっと」という声が絶えないという現実にどのように対応していくか・・・このことについては FRB も似たような立場にあるのではないかとわれそうであるが、前述したように、FRB の場合は、政治の世界で FRB の力の増大、端的に言えば FRB のバランスシートの拡張に反対する声がきわめて強い。政治家の中に、こうしたいわば「タカ派」が多い米国とは異なり、日本においては政治家はほぼ全員「ハト派」である。最近の話題として、政策委員会審議委員の欠員補充候補として挙げられたあるエコノミストが、財政節度を重んずると共にインフレ・バブルの危険を重視する人物である（すなわち金融緩和に熱意がない）という理由で国会で拒否されたという報道があったが、こうした風土の下で、政府との間で緊密な意思疎通を図り、経済政策全体との整合性に配慮しつつ、同時に中央銀行の独立性を意識しながら金融政策運営の任に当たらなければならない総裁の苦悩は察するに余りある。

しかしながら、専らインフレへの対応のみを考えておけばよかった伝統的金融政策とは異なり、デフレ下の金融政策については、インフレ下のそれほど確たる理論的基礎があるわけではなく、また経験の積み重ねもない。いわば試行錯誤を繰り返しながら正しい政策を模索中の段階にある。そこで中央銀行が次々と打ち出す緩和措置を眺めて、政府の圧力に屈した、と評することはおそらく的外れであろう。政府機関とは独立した中央銀行の真価が問われるのは、（それがいつになるかわからないが）中長期的な物価安定の目途が見通せるようになったと自らが判断した段階、いわゆる「出口政策」への転換の時期であろう。かつてゼロ金利政策解除の際に経験したように、その「判断」を巡っている議論が巻き起こることになるだろうが、その際に断固とした姿勢で、しかも誤りなき政策運営が行えるかどうかを試されることになる。そうした段階に至るまでの間、中央銀行としては、金融政策にできることはいわば「時間貸し」であること、そのようにして生まれた時間的余裕を利用して、財政の健全化を含む抜本的な経済改革に邁進すべきことを、繰り返し、声を大にして説き続ける必要がある。

7. おわりに

本稿では財政や為替政策について論ずる余裕がなく、専ら金融政策に限定して述べてきたが、結局のところ、デフレ対応ということで中央銀行に出来ることは何か……。前掲書でも述べているが、日本が現在経験しているデフレという現象は、内外情勢の変化が日本の経済構造の改革を迫る過程で生じているものであって（すなわち B 説）、短期的な手段で「克服する」といった類のものではない。つまり、現下のデフレは、何らかの理由で突然深い穴に落ち込み、そこから這い上がろうとして飛んだり跳ねたりする、といった性格のもの（A 説）ではなく、むしろ、新しい内外環境の下ではこれが常態なのだと考え、それに合わせた体質改善が迫られているという心構えで臨むべきものではないかと考えている。長年にわたって不況メンタリテイにどっぷりと漬かったところに未曾有の大災害ということで、即効性のある万能薬（panacea）を求めたくなる気持ちは理解できないではないが、これまで見てきたように、デフレ下で金融政策に出来ることは、資産価格バブルの発生に注意を払いながらも、引き続き潤沢な流動性を供給し続けることによって金融システムの安定を維持し（それこそバジョット言うところの最後の貸し手機能＜lender of last resort＞の発揮である。ただ、それが「危機」に限定されていないところがバジョットの言っていることと異なる）、そのことを通じて、实体经济が構造的な変化を遂げ、新たな環境の中で安定的・持続的な成長の道を見出すまでの時間的余裕を与えることであると言ってよい。人は馬を水辺に導くことはできるが、水を飲むかどうかは馬が決める、というのは、やはり揺るぎない真実である。

中央銀行が金融政策を通じて出来ることには大きな限界があるというこの事実は、しかしながら、そもそも通貨の成り立ちを考えてみた場合、ある意味では当然のことであるのかもしれない。金融論の初等教科書では、冒頭、通貨というものがどのようにして成立したかについて数ページを割くのが通例である。そこでは、物々交換で始まった人間社会において、円滑な生活を営むために数々の試行錯誤が繰り返された結果、やがて、ある特定の品物が最適な交換の媒介手段とみなされ、支配的な地位を確立していく過程が記されている。大多数の人々がその品物を一般的な受容性をもった交換手段とみなす理由としては、神秘性・装飾性・耐久性・分割性・携帯可能性といった様々な属性が挙げられるが、いずれにせよ、人々がそのようなものとしてそれを信じた時、その品物は「通貨」となる。時の権力者はそれに目を付けて、その品物、すなわち通貨の発行権を独占し、法的な裏付け措置を講ずる（法貨）が、それはいわば付け足しである。

ところで、一般に通貨に対する信認が存在する限り、通貨は物理的に交換される必要はなく、観念の内に存在するだけでよい。そうしたエピソードは古代（たとえば海中に沈んでいる真ん中に穴のあいた円形の大きな石）からごく最近に至るまで（たと

えば金貨が流通しているわけでもない金本位制度) 数多く知られているが、現代における通貨はそうした観念的な存在、より具体的にはコンピューターに記録された記号である。この記号を操作することによって、人は富の移動や蓄積を行っていると思念している。しかしながら、人間が生存していくために不可欠なのは実物であって記号ではない。記号をいくら操作(売買・貸借、そしてそこから派生する取引)しても、それ自体としては実物を生み出すことはできない。このことを忘れて、記号が全てを支配すると思ひこんでいるところに現代社会の問題がある。繰り返されるバブルの発生と崩壊はそうした思い上がりの結果と言える。

しかしながら、我々の生活が、そうした記号操作によって極めて快適、効率的なものになっていることもまた事実であって、今やそれなしの生活を考えることは不可能である。このように考えてくると、何やら昨今話題の原子力発電のような議論になるが、両者の間には何がしかの類似点があるように思われる。原子力発電を巡って厳しい安全基準の設定が叫ばれているように、記号の操作についても同様の安全基準が必要であろう。米国の **Dodd-Frank** 法や **BIS** 自己資本規制などはその一環である。記号操作の元締めとしての中央銀行に求められているのは、実物経済(実存の世界)と通貨経済(観念の世界)との間に適切な調和を保ち、実物経済が安定的・持続的に機能し続けるよう、絶えず努力を続けていくという姿勢であろう。

通貨は記号であり、金融政策は記号操作であるという考え方が、「期待」を中心に据える昨今の経済学の思潮と結びつく時、金融政策が有効に働くかどうかは、一つには、中央銀行が一般の期待に如何に上手く働き掛けていくかにかかっているという、中央銀行のコミュニケーション戦略の議論となる。こうした考え方それ自体を否定するものではないが、そこに一種の反知性的風潮、ニヒリズムの危険を感ずるのは小生だけであろうか。昨今のように、マスメディアが極度に発達し、それによって一般大衆の世論がある方向に誘導される傾向が強まっているときには、とりわけそうした惧れが高まる。昨今書店の店頭には並ぶけばけばしいカバーとタイトルに彩られた各種の「経済書」を見るとき、そしてそれらが、相当数の読者を獲得しているという状況を見るとき、そうした懸念は強まるばかりである。

こうした時代に中央銀行に求められているのは、政策運営に関する情報の送り手としてのコミュニケーション能力の向上努力であるが、情報の受け手である一般の側にも高度のメディア・リタラシーが求められる。そして、両者の間にあって媒介役を務めるメディアにおいても、政策運営に関する正確な基礎知識をベースとして、政策当局の意図をバイアスなく、正しく伝える使命が課されている。昨年暮れに出た筆者の本はこうした言葉で終わっている。(了)

{付} 最近における日米中央銀行の政策措置

米国 (2012年1月25日)

- (1) 政策金利 (FF レート) を従来同様の水準に維持 (0~0.25%)
- (2) 「例外的に低い政策金利水準」 (“exceptionally low levels of federal funds rate”) を維持することが妥当と思われる (“economic conditions are likely to warrant . . .”) 期間を、従来の「2013年央」から、「少なくとも2014年終盤まで」 (“at least late 2014”) に延長
- (3) 長期的物価上昇率目標 (“goal”) をプラス 2%に設定。
- (4) Agency 債及び MBS 債の満期到来分の同額乗り換えと国債の同額乗り換え政策を継続
- (5) 新たに政策金利変更時期及びその水準についての FOMC 各メンバーの見通しを公表

日本 (2012年2月14日)

- (1) 政策金利を引き続き 0~0.1%に維持。
- (2) 新たに、政策委員会としての「中長期的な物価安定の目途」を示すこととする。
「目途」は消費者物価の前年比上年率で 2%以下のプラスの領域であり、当面は 1%とする (目途はほぼ 1 年ごとに点検)。「目途」の達成が見通せるようになるまで、実質的ゼロ金利政策と資産買入による金融緩和を強力に推進する
- (3) 資産買入基金を 10 兆円程度増額 (増額はすべて長期国債) して 65 兆円程度とする (増額完了の目途は 2012 年 12 月末。買入対象国債の残存期間は 1 年以上 2 年以下)

同 (3月13日)

- (1) 成長支援資金供給対象外の小口投融資を対象に 5000 億円の貸付枠を設定
- (2) 成長に資する外貨建投融資を対象に、BOJ 保有米ドル資金を貸し付け (貸付枠 120 億ドル、期間 1 年、最長 4 年まで借換可能)
- (3) 成長支援資金供給オペ・被災地対象資金オペの期限を延長

同 (4月27日)

- (1) 資産買入基金を 5 兆円程度増額 (内訳は長期国債 10 兆円程度、ETF 2000 億円程度、J-REIT 100 億円程度それぞれ増額。固定金利方式共通担保資金供給オペ枠は 5 兆円程度減額)
- (2) 買入対象長期国債の残存期間を 1 年以上 3 年以下に延長 (社債も同様)
- (3) 70 兆円への基金増額完了時期の目途は 2013 年 6 月末