

月刊 資本市場

7 Jul.
2012
No. 323

■レポート■

日本株市場の活性化～日本経済応援プロジェクト～

プロ向け市場の現状と展望

デフレ対策としての金融政策をどう考えるか

英国の新たな金融監督体制

—マクロプルーデンスに重点を置いた体制づくり

クラウドファンディングの幕開け
～JOBS Act成立の意義とその内容～

—米国の起業支援に見る金融規制緩和

■講演録■

金融政策の「進化」について

—日銀政策委員会審議委員10年間の経験をもとに

なぜ「決められない政治」なのか／ユーロ圏維持にはさらなる国家主権の移譲が必要／ユーロの防波堤スペインに迫り来る荒波／ギリシャ再選挙で欧州不安後退／景気減速の足音、金利低下促す



デフレ対策としての金融政策を どう考えるか

湯本 雅士

はじめに

日本銀行総裁が、時々の経済情勢あるいは金融政策の運営方針について国会で発言を求められることは珍しいことではない。年2回の議会証言が定例化しているFRB議長に比べ、いつ何時参考人招致があるか分からぬ状態で、しかもどこから矢が飛んでくるか分からぬ中での質疑応答はかなりの負担になるものと思われるが、歴代総裁は、自己の政策運営方針を広く国民に伝えるとともに、国民の声を吸い上げて今後の政策措置に反映させるのに必要な場と受け止め、誠実に対応してきた。

〈目次〉

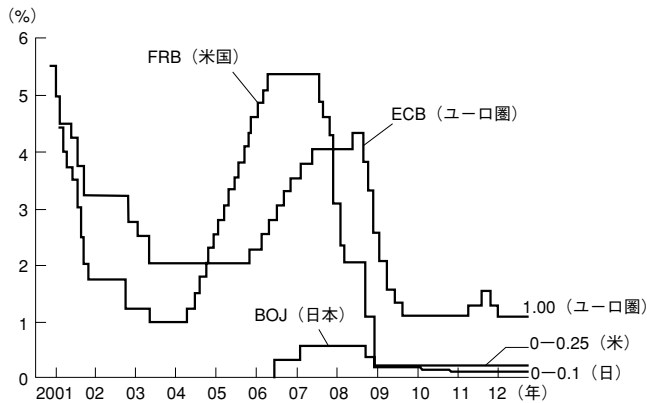
はじめに

1. 金融政策運営態様の変化
 2. 若干の理論的考察
 3. 非伝統的金融政策の効果と評価
- おわりに

しかしながら、昨今の予算委員会等の質疑の様子を見ていると、総裁の説明を聞くというよりは、日銀批判の場と化したかの如き印象を受ける。さらには政府の意向に沿った金融改革を行わせるために日銀総裁の解任権を政府に持たせる日銀法の再改正論までが耳に入ってくる。

いまさら言うまでもなく、現代における中央銀行制度とは、政権の獲得・維持を狙った時々の政治勢力の短期的な意向に左右されず、長期的な視野に立って経済活動の安定を維持することを責務として設立された「装置」であって、その背後に長い歴史を持つ（その中には大きな失敗と、それに対する深い反省も含まれる—W. バジヨットの『ロンバード・ストリート』（1873）参照）、いわば先進国に共通する「文化」とも言うべきものである。そうした歴史のつみ上げに逆行するような昨今の国会での議論なのであるか？ このことを考えるために、最近における世界の

(図表 1) 主要中央銀行の政策金利推移



(出所) 各国中央銀行

中央銀行、とりわけ米国のFRBと日本銀行の金融政策運営態様、そして、それを支える金融理論の変化の跡を辿るところから始めてみたい。

1. 金融政策運営態様の変化

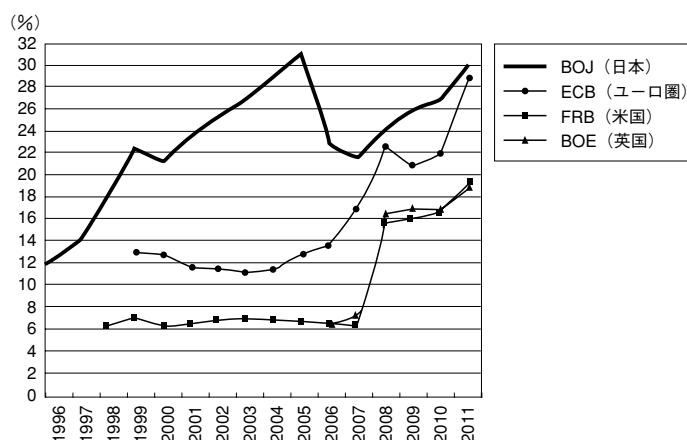
既によく知られているように、金融政策の運営は、近年、インフレ対応を主眼とするそれからデフレ対応のそれへと大きく変化した。言うまでもなく、デフレ下で名目金利（政策金利）を引き下げ続けた結果、これ以上は下げることができないゼロの領域に達してしまったからである（図表1）。金利が機能しない世界で中央銀行にできることは何か？ リーマン・ショック以降、世界の中央銀行はこの問題に頭を悩ませてきたが、2000年前後からこの問題に取り組んできた日本銀行はこの点ではパイオニア的存在であって、

良くも悪くもお手本の役割を果たしてきた。

事態はなお進行中であって、この段階では勿論確たる答えが出ているわけではないが、今日までの間に試されたデフレ対応型金融政策措置を大まかに要約すると、(1)中長期債（主として国債ないしはそれに準ずる証券）の大量購入による中央銀行資産規模の拡大、(2)金融政策運営方針についてのコミュニケーション手法の改善（いわゆる「時間軸」効果を含む）、の二つとなるように思われる。

周知の通り、この分野で最も活発な動きを見せたのはバーナンキ議長率いるFRBであって、中長期債の大量購入については、いわゆるQE（quantitative easing）ないしはLSAP（large-scale asset purchases）と称される措置を、コミュニケーション戦略としては、この先超金融緩和をいつまで続けるかについてコミットする—以前は比較的漠然とした形で（たとえば、“for sometime”ある

(図表 2) 主要中央銀行の資産規模推移 (対GDP比)



(出所) 日本銀行

(注) ECBについては、2011年末から2012年初にかけての長期資金供給 (LTRO) の結果を織り込む以前の姿。

いは“for an extended period”など。)、しかし最近では、下記のように時期まで明示して一という手法をそれぞれ採用してきた。現在、長期国債及び(準国債とも言える) Agency債・MBSの追加購入は終わっているが、それぞれ償還分を乗り換える形で残高は維持されており、FRBのバランスシートはかつてとは様変わり大きく膨張している(図表2)。コミュニケーション手法の改善については、1月のFOMCにおいて、従来2013年央までとしてきた超金融緩和維持の期間を2014年終盤にまで先延ばしするという措置を講じた。

ところで、本年1月のFOMCの決定で一般の耳目を集めたのは、物価上昇率について“goal”が設定されたことであった。FOMCはこれまで、四半期に一度の経済見通しにおいて、FOMC各メンバーが長期的に見てお

おむね妥当と考える物価上昇率を発表してきたが、最近まで前年比1.7~2.0%とされてきたそれが今回は2%と一本化され、かつ、「見通し」ではなく「ゴール」として打ち出されたところが従来とは異なる。言うまでもなく、これまたコミュニケーション手法改善の一環である。バーナンキ議長は記者会見で、これは“goal”であって“target”ではないということを繰り返し強調していた。「ゴール」と「ターゲット」ではどう違うのか、ということであるが、長期的に見て望ましく、その実現へ向かって努力するという意味でのゴールと、一旦定めた以上は、そこからの乖離が生じたら何らかの手立てを講じなければならないという意味でのターゲットとは違うのだ、というのがバーナンキ議長が言いたいことであった。従来のFOMCメンバーの長期見通しはそうした意味でのゴールなのであ

(図表 3) 日本銀行の資産買入基金枠と実績

総額	2010.10 35兆円程度	→ 2012.4 70兆円程度	買入残 (2012.5末) 51.3兆円	買入基金を含む資産総額 (2012.5末) 142.8兆円
長期国債	1.5	29.0	9.8	76.3
国庫短期証券	2.0	4.5	3.0	16.8
CP等	0.5	2.1	1.7	1.7
社債等	0.5	2.9	2.2	2.2
ETF	0.45	1.6	1.1	1.1
J-REIT	0.05	0.12	0.08	0.08
固定金利オペ	30.0	30.0	33.3	(貸付金) 36.9

(出所) 日本銀行

(注) 資産買入基金総枠は発足以来5回にわたり増額されている。買入完了の目処は2013年6月末。なお、日本銀行はこのほかに、通常の金融調節として年間21.6兆円の長期国債を買い入れている。買入基金保有国債は、日銀保有長期国債残高を日銀券発行残高以内に収めるとしている「日銀券ルール」の適用外(2012年5月末銀行券発行残高は80.3兆円)。

って、その点で今回の措置は従来の政策運営方針の変更ではなく、その打ち出し方が変わっただけなのであるが、世間一般は、FRBもついにいわゆる「インフレターゲット」採用中銀になったと受け止めたようである。

一方日本銀行は、2010年10月、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、通常の金融調節オペレーションとは別に「金融資産買入基金」を設け、国債を含む各種の金融資産を買い入れるプログラムを打ち出した。同時に、「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」実質ゼロ金利を続けるという、いわゆる「時間軸効果」を狙った政策運営方針をも明らかにした。買入枠は、当初の35兆円から漸次引き上げられて現在70兆円、実際の買入残高は50兆円強と、日本銀行全体のバランスシートの4割近くに達している(図表3)。ちなみに、前掲(図表2)は、

日本銀行が金融緩和に消極的だとする一部論者の言うこととは異なり、資産規模の膨張という観点からは他の中央銀行を凌駕する勢いで緩和が行われていることが見て取れる。

資産規模拡大策と並んで2月14日の政策委員会が目ざされたのは、その一月前にFRBが打ち出した物価上昇率「ゴール」の設定を眺めて、日本銀行がどのような手を打とうとしているかということであった。周知の通り、この問題に対する日本銀行の答えは、新たに政策委員会としての中長期的な物価安定の「目処」を示す、ということであった。「目処」は、消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域であり、当面は1%とされた。そして、目処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ことが改めてコミットされた。政策委員会決定の英語版では、「目処」は「goal」と訳されており、FRBの措置

が念頭にあったことが窺われる。そして、FRBの場合同様、その含意は、これは「ゴール」であって「ターゲット」ではない、ということであった。

よく知られているように、これまで日本銀行は、「物価の安定」を表すのに、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」という形をとり、それを「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」であるとしてきた。問題は、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ことである。日本銀行がこれまで、目標物価上昇率といった形ではなく、こうした一確かに一般には判り難いことは認めざるを得ない一形をとってきたのは、一旦目標値を掲げるとそれが独り歩きを始め、ありとあらゆる手段を尽くして直ちに達成すべき「ターゲット」として受け止められる恐れがある、ということであった。ましてや、電車が5分遅れても、寸法が5ミリ違っても我慢できない国民性で知られる日本人のことである。今回日本銀行が「目標値」とは言わず「目処」と言ったのは、そうした政策運営の硬直化を極力避けたいという気持ちの表れであって、その点では、「ターゲット」と言わず「ゴール」という言葉にこだわったFRBと軌を一にする。しかしながら一般には、(FRBの場合同様)日本銀行もついにインフレターゲットを採用したと受け止められたようである。

■ 2. 若干の理論的考察

「目処」ないしは「ゴール」と言い、「目標」ないしは「ターゲット」と言っても、所詮は言葉の綾ではないか、と言われそうであるが、中央銀行があえてこうした言葉遣いの一つ一つにこだわる理由は、中央銀行の金融政策と物価上昇率との間に確たる対応関係を見出すことが必ずしもできないという経験的事実と、理論的にもそれをサポートすることが難しいという問題があるためである。これに対して直ちに沸き起こってくるのは、「デフレは通貨現象である。通貨発行権を持つ中央銀行は通貨の増発によってデフレを克服することができる。それにもかかわらず、それを行わない中央銀行は怠慢であり、処罰に値する」といった類の議論である。冒頭で触れた日銀法改正を主張する議員の頭の中にはこうした発想法があり、一部の学者はそうした議論を理論的に正当化すべく、活発な情宣活動を行っている。各党の日銀法改正案にもいろいろなバリエーションがあるが、日銀にインフレターゲットの設定を義務付け、ないしは政府がインフレターゲットを設定し、日銀にその実現の義務を負わせる点では同じである。実現の手段としては、国債のさらなる大量買入を、極端な論者は国債の日銀引受けをも主張する。日銀がその義務を果たさない場合、政府は、総裁はじめ政策決定権限を持つ者を罷免する権利を留保する、という点でも一致し

ている。

こうした主張を正当化する理論的根拠として挙げられるのが、国債の大量購入によってベースマネーないしはマネタリーベース（銀行の日銀当座預金プラス現金通貨）が増加すれば、それは必ずマネーストック（預金通貨プラス現金通貨）を増加させるはずであり、マネーストックの増加は必然的に物価の上昇をもたらす、したがって、デフレを克服するにはベースマネーを増やせばいい、すなわち、日銀が国債を大量に買い上げ、それによって金融機関の当座預金を増やしてやればよい、という議論である。単純明快で理解しやすいこの議論は驚くほど広範囲に信じられており、日銀法改正を唱える議員の頭の中にも刷り込まれている。

確かに、ベースマネーとマネーストック（＝マネーサプライ）、そしてマネーストックと実体経済活動、とりわけ成長率と物価上昇率との間に密接な関係がある、という主張が支配的であった時代があった（とりわけ1970年代半から約10年ほどの間）。このころの数値をグラフ化したものを見ると、そうした議論が出てくるのも無理はないと思われるような姿をしている。しかしながら、こうした安定的な関係はその後完全に崩れてしまい、今やベースマネーとマネーストック、マネーストックと消費者物価との間に一定の統計的關係があるなどと主張することは到底できない。なぜそのようなことになったのかについては、そもそもこの期間に見られた安定的な

関係は見せかけに過ぎなかったのではないか（とりわけ、各変数間の因果関係の方向はどうだったのか—どちらが原因でどちらが結果だったのか）、あるいは、その後の金融商品・金融構造の変化がこうした関係を崩してしまった、というような見方ができようが、ここではそのことには立ち入らない（このことについて詳しくは、翁邦雄『ポストマネタリズムの金融政策』日本経済新聞出版社（2011）を参照）。

ところで、日本銀行に対する批判の中でしばしば耳にするのは、「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」という素朴な疑問である。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」などと言う人もいる。しかしながら、通貨といっても現代の通貨は銀行券やコインのような現金通貨だけではなく、その大部分はいわゆる預金通貨である。そして、どれだけ銀行券やコインが発行されるかは、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。それでは、預金通貨をも念頭に置いたマネーストックについてはどうか。このことを理解するには、おなじみの二段ロケットを思い起こせばよい。ここでの日本銀行の役割はブースターである。本体（通貨）が軌道に乗るためにはブースター（リザーブマ

ネー—ベースマネーと言っても大差はない)が必要であり、中央銀行はオペレーション(金融機関からの証券買入)によってリザーブ(準備…中央銀行当座預金)を供給することができる。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、銀行が信用供与を行うかどうかは、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)などによって左右されるのは言うまでもない。

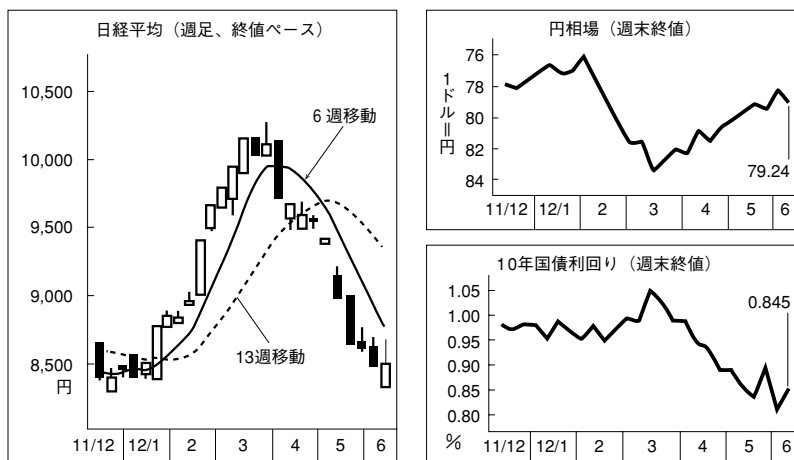
マネーの増加が物価上昇をもたらす、という議論の暗黙の前提は、増発された通貨はすべて交換決済手段として使われ、したがって実物量と通貨量との関係が変化する(=一般物価が変化する)ということである。しかしながら、通貨は交換決済手段であるとともに価値保蔵手段でもある。増発された通貨が筆筒にしまい込まれては一般物価の上昇要因とはならない。退蔵された通貨はある日突然土地や株式に向かう可能性を秘めている。資産価格バブル発生のリスクである。一般物価が落ち着いていて安心している間に不動産や株価バブルが発生して、後で反省するという経験はこれまでも繰り返されてきた。不動産価格や株価の上昇が資産効果を通じて実物経済

を刺激し、それがデフレ脱却に寄与するならば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体験した我々としては、それを期待ないしは目的として政策運営を行うことはできない。

■ 3. 非伝統的金融政策の効果と評価

上述した、日本銀行による物価上昇率の「目処」と資産買入基金の増枠の発表があった2月央を境に、主要金融指標は大きく好転した(図表4)。株式市場は活況を呈し、株価が上昇して一時は日経ダウが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、これまでデフレの長期化は日本銀行が中途半端な金融緩和策をとっていたためであって、思い切った緩和策を講ずることによってデフレを脱却することができる、と主張していた論者は、自説の正しさが証明されたとして一様に快哉を叫んだものである。しかしながら、その後の展開はどうであったか。株価はバブル崩壊前後の水準にまで下落、為替相場は再び円高化して、またしても「思い切った対応策」—具体的には金融の一段緩和、財政支出の増加、そして為替市場への介入—を求める悲鳴が上がっている。し

(図表4) 2012年4月央行政策決定前後の金融状況



(出所) 日本経済新聞、2012.6.10

かしながら、そうした類の対応を求め続けるという姿勢は正しいのであろうか。一時回復を示した経済指標が悪化したのは、折からのユーロ圏の危機が原因であり、それがなければ事態は回復を続けてデフレ脱却の道筋が見えていたはずだ、などと主張することができたであろうか。

日本銀行が2000年前後から、そして欧米中央銀行がリーマン・ショック以降とってきた金融政策—しばしば「非伝統的」と称される—をどのように評価すべきか。ことはまだ進行中ではあるものの、この問題に対する学界の見解はおおむね次のような線で固まっている。「中央銀行のバランスシートの拡大と、時間軸効果を含むコミュニケーション戦略は、危機に際して金融システムの動揺を防ぎ、経済に立ち直りのための時間的余裕を与える手段としては相当程度有効であったが、そこ

から進んで物価の上昇、成長率の引上げ等、デフレ対応策としての効果はほとんど見られないか、あるいは極めて限られており、有効なデフレ克服手段にはなりがたい」。よく言われているように、「馬を水際に引っ張っていくことはできる。しかし、水を飲むかどうかは馬次第である」なのである（より詳しくは、拙著『デフレ下の金融・財政・為替政策』岩波書店（2011）を参照）。

この問題の根底には、そもそもこの20年ほど日本を悩ませ続けてきたデフレ現象の背景は何なのか、という問いがある。これについては多種多様な見解が示されているが、これまでの議論をあえて大胆に整理すると、デフレギャップの原因を需要面に求める、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・為替政策の失敗に求めるのか、供給面に求めるか、の二つの主

張がある。前者によれば、この問題はバブル崩壊後の政策運営態様、具体的には財政ポジションの悪化を恐れて財政支出増加に消極的な姿勢で臨んだ財政当局と、インフレを恐れるあまり中途半端な金融緩和策しか講じてこなかった日本銀行の政策運営姿勢に問題があったためであるとする。一方、後者は、長引くデフレ現象の背後に、日本経済が、国の内外において急テンポで進行中の経済・社会構造の大変革に対応しきれず、方向性を見失って潜在成長力を低下させてきたという事実を見る。海外要因とは、今や経済的には国境が溶解したと言ってもよいグローバル化の進展であり、国内要因とは、言うまでもなく、生産年齢人口の減少という、歴史始まって以来の出来事である。どちらの説が正しいのか。デフレ対応ということでこれまで繰り返されてきた政策の効果を見れば答えはおのずから明らかであろう。

■おわりに

長年にわたって不況メンタリティにどっぷりつかったところに未曾有の大災害ということで、即効性のある薬を求めたくなる気持ちは理解できないことではない。しかしながら、しばしば指摘されるように、金融政策は万能薬 (panacea) ではない。上述したような、日本という国全体の根幹を揺るがすような事態が進行している中で求められているのは、歴史的と言ってもよい劇的な環境変化の中に

ありながら基本的には終戦後ほぼ60年以上も変わっていない日本の統治機構—司法・立法・行政全般にわたる—そのものの根本的な変革、それに、企業経営面における意識の変化、つまりは大きな意味での日本全体の「構造改革」であって、それによって今まで眠っていた潜在成長力を今一度喚起する、まさにそのことではないであろうか。暗闇の中で波にもまれる日本丸がいま必要としているのは、岬の灯台から放たれる強く明るい光である。日銀法を改正し、政府の言いなりになる日本銀行にすればデフレを解消することができるなどと主張する論者が本来なすべきことは、このまま放置すれば、日本経済が沈没の瀬戸際に立たされる日も近いという危機感を持って、日本の経済・社会構造全体を包含する「大改革」の早急な具体化に邁進する、そのことではないであろうか。



湯本 雅士 (ゆもと まさし)

1960年東京大学法学部卒。1965年ウォートンスクールMBA。日本銀行、東京証券取引所を経て、2012年3月まで杏林大学で金融論・財政学を講義。主著に、『日本の財政—何が問題か』(2008)、『サブプライム危機後の金融財政政策—伝統的パラダイムの転換』(2010)、『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』(2011)、いずれも岩波書店刊。