

「金融政策を考える」

2013年3月

湯本雅士

以下は、平成25年2月22日に筆者が国会図書館及び衆議院調査局スタッフに対して行った講演の要旨である（原文に若干の加筆訂正を施してある）。本講演の全体像は次の通り。

1. はじめに・・・	p.1
2. 金融・金融政策とは・・・	p.2
3. 金融システムの全体像・・・	p.7
4. 金融政策の決定と実行・・・	p.11
(1) 政策の決定	
(2) 政策の実行	
5. 金融政策の波及過程・・・	p.14
(1) ケインジアン・アプローチ	
(2) マネタリスト・アプローチ	
6. デフレ対策としての金融政策とその評価・・・	p.19
7. 金融政策を巡る最近の諸問題	
(1) インフレターゲット論・・・	p.29
(2) 財政政策との関わり合い・・・	p.33
(3) 為替政策との関わり合い・・・	p.37
(4) 政府と中央銀行との関係・・・	p.42
(5) 金融緩和政策終了時の諸問題	
(「出口」論)・・・	p.44

{補論1} ワルラス法則・・・

{補論2} 物価水準の財政理論・・・

(付属資料)

2013年1月20日付政府・日銀共同声明骨子

図表1～18

1. はじめに

本日はこのような席にお招きいただき、大変光栄に存ずる。世話役の方からお話があったのはたしか去年の11月半ば頃であったと思うが、それからほぼ3か月が経過した。この間に総選挙があり、自民党の大勝、安倍政権の誕生という、日本の政治史上でも記録に残る出来事があった。この時期はまた、金融論・金融政策論の分野においても一つのエポッ

クを画する機会となった。言うまでもなく、思い切った金融の緩和、具体的には、インフレ目標 2%の設定と、その実現のための日本銀行による国債の大量購入を含む様々な緩和措置の実行を求める安倍政権からの強力なプレッシャーである。

こうした状況の下で、日本銀行は1月20日に新たな政策措置を発表したが、これに対してマスコミでは、「日銀の陥落」とか「敗北」とかいう文字が躍った。折から為替相場が急激に円安化するとともに、株式市場はここ何年来見たことがないような活況を呈している。そうこうしているうちに、白川日銀総裁は先日、4月8日の任期満了を待たず、副総裁2人の任期が来る3月19日をもって退任する旨を政府に申し入れ、受理された。そもそも、日銀トップの3人は同時に交代するのが慣行であり、これまでそのようにしてきたのであるが、5年前の総裁人事を巡る与野党間の駆け引きから、たまたま現在は20日ほどのズレが生じている。たとえ短期間とはいえ、このズレの存在は何かと厄介であるため、これを本来の姿に戻そうというのが今回の申出の趣旨であったが、時期が時期だけに様々な憶測を呼んだ。その後、後任人事を巡ってまたしても与野党間で駆け引きが続いたが、いよいよ近日中には候補者の名前が確定する運びとなっているのはご承知の通りである。

こうした状況の下では、3か月前にお話を頂いた頃に考えていた筋書をそのまま使うわけには参らない。それまで用意していたものをご破算にして、白いキャンパスの上に改めて新しい絵を描かざるを得なくなった。しかもこの間の騒ぎで、金融政策についての世間一般の関心と知識は格段に高まった。そのこと自体はまことに歓迎すべきことであって、この点については安倍総理の功績を大いに評価したいところであるが、この業界で飯を食ってきた者・・・小生もその一人であるが・・・にとっては、これまで通りの相変わらずのお話というわけにはいかない。これは大変困ったことになったというのが正直なところである。本日の演題も、「アベノミクスを斬る」とかいった、大向こう受けのする格好のいいものにしたい誘惑に駆られるところであるが、それでは巷にあふれる床屋政談と同じことになってしまう。この際少し腰を据えて、基礎の基礎からこの問題を考えてみることでどうか。そのような話は聞き飽きたと言われそうであるが、問題のありかを正確に把握するためにはかえって近道かもしれない。ということで、以下はこのような姿勢で臨むことと致したい。

2. 金融・金融政策とは

まずはベーシックから、ということで、金融政策が当面する諸問題を論ずる前に、「金融」あるいは「金融政策」とは何かについて考えてみたい。後にも出てくることであるが、同じ言葉を用いながら人によって考えていることが異なり、その結果議論が紛糾して収拾がつかなくなるということがしばしば起こる。まずは定義を明確にすることから始めたい。

金融論の教科書を見ると、「金融とは貯蓄余剰主体から貯蓄不足主体への資金の流れである」というように書かれてある。面倒な言い回しを止めてごく割り切って言えば、「金融とは通貨の貸し借りである」と言ってよかろう。

ここで問題となるのが「通貨」であるが、この言葉を聞くと、人々は直感的に銀行券（日銀券）やコイン（貨幣）を考える。安倍首相が、デフレを克服するためには日銀が銀行券をドンドン出せばいい、などと言ったと伝えられるが、それが多くの人にアピールするのはこうした誤解に基づくところが大きいのではないかと感じている。学校で金融論を教えている時にまず苦労するのは、学生が持っているこの先入観をどう払拭するかであり、場合によってはそれに小一時間かかったりする。

人間の社会が、直接交換（物々交換）の時代から、次第にあるモノ（財）を介する間接交換の時代に移行していった歴史はよく知られている。当初間接交換の媒介物となったのは、実用的、装飾的あるいは呪術的といった観点から何らかの価値を持っていると広く一般に認められたもの（穀物・動物・宝石・宝貝等）であったが、次第に金属、それも金銀に収斂していく。金銀が、希少性、品質不変、運搬・分割可能性等様々な特性をもっているというのがその理由であった。そうした社会においても、金銀がそのまま流通する時代から、やがてその代替物とその機能を果たす時代がやってくる。代替物は紙（金銀の預かり証）であったり、それ自体は価値のないモノ（鉄・銅、場合によっては陶器）であったりするが、重要なのは、社会の成員全てが、最終的にはそれを、当時究極の通貨と考えられていた金銀に交換できると信じていたことである。

ある国、ある領土の内では何を通貨とするかはその国の法律で決まっており、そうした通貨を「法貨」（法定通貨）と呼ぶ。通貨を通貨たらしめているのは表面的にはそうした法律であるが、実際には、通貨の価値に対する国民・領民の信頼・信認がその支えになっており、それがなければ通貨としては通用しない。ちなみに日本では、銀行券は無制限に通用する力（強制通用力）を法律で与えられた法貨である。すなわち、対価としてそれを差し出されたらその全額を受け取る義務がある。一方、コインは額面の20倍しか強制通用力を持たない限定的法貨である。しかし、日常生活においてそのような法律を意識して行動している人は誰もいない。

それでは、現代社会においては銀行券とコインが通貨のすべてなのか。答えは勿論否である。昨今家計の収支は相当程度預金を経由して行われている。給与の振込、親族への送金、借金の返済、公共料金の支払い等々その例は枚挙にいとまがない。クレジットカードはカード会社の立て替え払いであって、結局は自分の預金が引き落とされてカード会社の預金となる。法人の資金受払に至ってはほとんどすべてが預金経由であるといつてよい。

ということで、教科書では、通貨には「現金通貨」と「預金通貨」とがあり、後者の比重が圧倒的に大きいと記してある。事実その通りであることは図 1 をみればわかる。預金通貨は法定通貨ではないが、立派に通貨としての役割を果たしている。

通貨についての正確な理解を妨げている原因は、銀行券やコインが目に見え、手に持てるのに対し、預金の方は目にも触れず、手に取ってみることもできないということにある。預金通帳があるではないかと言われそうであるが、あれは単なるコンピューターのプリントアウトに過ぎない。現在銀行券やコインを財布の中に入れていないのは、たまたまそれがないと日常生活に不便だという理由だけであって、しかるべきカードと端末が隅々まで普及さえすれば不要になるはずである。そのことは、たとえばパスモのようなものを考えてみればすぐわかる。極論すれば、銀行券やコインは、先ほど述べた金銀本位制時代の遺物であって、究極的にはペーパーレスの世界になるであろうと思われる。ペーパーレスの世界における通貨の使用とはコンピューターの中にある電子記号とその変化であって、実体というよりはむしろ（極論すれば）観念の世界の遊戯とでも言えそうである。ペーパーレス社会が実現すると、これまで銀行券やコインの出入事務を担当してきた日本銀行の仕事はどうなるのだろうと想像することは良い頭の体操になるが、ただ当面はそのことを考える必要はあるまい。

金融政策の運営とは、政策担当者が一定の意図をもって「金融」という経済主体の行為に働きかけ、その意図を実体経済面に実現させるべく努力する一連の過程であるということができる。日本銀行法はこのことを、日本銀行は「通貨及び金融の調節を行うこと」によって「物価の安定」を実現し、それを通じて「国民経済の健全な発展」に資することをその目的・理念とする、と表現している（日銀法第 1 条第 1 項及び第 2 条）。ところで、上で見たように、通貨、そして金融というものが実物ではなく、観念的な存在である。ということは、金融政策が、「観念の操作」に深くかかわっていることを意味する。この問題は、後に「期待」（経済主体が持つ、将来起こるであろうことに関する予想）が経済活動に及ぼす影響を論ずる際に表面に浮上する。

先に、通貨を通貨たらしめているのは、それが持つ価値に対する社会の成員全ての信認であると述べたが、通貨が観念的な存在となった社会において成員全員の信認を確保することは、通貨が実物的存在であったかつての時代に比べると格段に難しい。金融政策の運営においては、そこで一步誤ると信認の喪失、すなわち経済活動全体が動揺・崩壊する危険が潜んでいることに常に留意しておく必要がある。

少々議論が早まり過ぎた感があるので、少し頭を休めることとして、以下はそのための蛇足・雑学の類である。どこの国でも、銀行券の発行者は中央銀行となっている。元々通

貨を発行する権利は国家主権の重要な一つである（したがって、通貨の偽造は国家主権の侵害として罰せられる）が、現代国家においては、法律によって、中央銀行という、政府直属の行政組織から独立した金融機関にその発行が委ねられている。その理由は後にまた触れるとして、現在の日本について言えば、日本銀行が独占的に銀行券を発行する権限を与えられている（かつては多くの民間銀行がそれぞれ銀行券を発行していた）。日本銀行は、銀行券の製造を、専門的知識と技能を持った独立行政法人国立印刷局に依頼し、そこでできた製品が日銀の金庫に運び込まれる。その段階で、日銀から印刷局に製造費が支払われる。銀行券が日銀の金庫に止まっている限り、それは製造費程度の価値を持ったただの紙切れ（にしては人手とカネがかかっているが）に過ぎない。この紙切れは、銀行等から請求があり次第日銀の窓口から出ていくが、以後はその額面に表示された価値を持った資産となり、そのようなものとして流通する。

ところで日本銀行のバランスシートでは、銀行券は負債サイドに記帳されている（図2）。これは、かつて金本位制度時代に、日銀が銀行券を金貨に替える義務を負っていたことの名残と考えればよい。一方、もう一つの通貨の形態である貨幣（コイン）の方は、政府が発行者である点を除けば今お話ししたことと大きな違いはない。ただ、コインは、製造担当者である独立行政法人造幣局から日銀に持ち込まれた段階で、政府の資産サイドに記帳される。あたかも政府の資産が増えたかのような扱いになる。政府の債務サイドには、それと同額の見合勘定が設けられている。この点は、後に政府紙幣の発行を論ずる際にまた出てくるので、記憶しておいて頂きたい。

ついでながらも一つ付け加えると、よく、銀行券の製造費はごく安いはずで、それを額面で発行する日本銀行はそれで大きく儲けているに違いない（だから、日銀スタッフの給与は高い）というような話が出ることもあるが、それは大きな誤解である。先ほど見たように、銀行券は日銀の負債であって、負債から儲けが出るはずがない（幸い無利子であるから利子負担はないが）。儲けはもっぱら、資産サイドで稼ぐ金利収入から生ずる。また、儲けがあるからといって日銀がそれを独り占めできるわけではない。先ほど述べたように、通貨の発行権は国家にあり、通貨発行から得た利益は国家に帰属する（通貨発行益< seigniorage >）。具体的には、日本銀行は収入から諸経費（人件費・物件費—銀行券の製造費もそこに含まれる）を差し引いた金額を、法人としての税金を納めた後で国家に納付する。国家にとっては、この法人税プラス日銀納付金が財政収入の一部となる。日銀は民間会社ではないが、株式にあたる出資証券を発行しており、その所有者には一定の配当が支払われる。出資証券の過半は政府が所有しており、この配当金も（ごく僅かではあるが）財政収入の一部となる。先ほど日銀スタッフの給与の話が出たが、人件費を含む日銀の予算には財務大臣の認可が必要であり、給与については、同列にある民間組織のそれとの間でバランスがとれているかどうかの問題とされる。

雑学はこの程度にして再び本論に戻ろう。先ほど「金融とは通貨の貸し借りである」と述べた。教科書によれば、通貨の主たる機能は「交換決済手段」であり、「価値保蔵手段」とであるとされる。この他に「計算単位ないしは価値表示手段」という機能が挙げられることもある。先ほど通貨に対する信認確保の話が出たが、そのことは、交換決済と価値保蔵手段として十二分に信頼がおけるものであるかどうかということになる。

ところで、学生と話していると、「交換」はわかるが「決済」がわからないという者が少なくない。決済とはいったん発生した債権債務関係を元の状態に戻すということであるが、学生に限らず、一般に決済のメカニズムがわかり難いのは、預金経由の決済が人の目に触れないところで行われているからである。家計や法人間の債権債務は、銀行預金を経由して、最終的には日銀ネットで決済される（各銀行が日銀に保有する預金—準備くりザーブ—と呼ばれている—の口座振替という形をとる）。このメカニズムは図3で示してある。日々の決済は膨大な規模に上るが、このシステムに一つでも不具合が出ると経済全体に大きな影響が及ぶ（決済リスク）。決済システムの円滑な運営は、金融政策と並んで、日本銀行にとっては最も重要な任務の一つである。日銀ネットによる決済は、かつてはある時点で区切って、それまでにたまった貸し借り全体をネットアウトしたベースで行われていた（時点決済）が、現在ではグロスベースで即時行われている（RTGS）。言うまでもなく、決済不能と言うリスクを最小限に止めようという試みである。この他に、証券取引の決済システム（有価証券の所有権の移転）というものがあり、国債は日銀、社債等は日本証券決済機構、株式は日本取引所、というように持ち場が決まっているが、売買代金はいずれも最終的には日銀ネットで決済される。

交換決済については、それを如何にロス（手間や時間を含む）なくスムーズに行うことができるかが問題となる。これが「資金流動性」(funding liquidity) という概念である。資金流動性が最も高いのは現金通貨であるが、預金通貨については、当座・普通等の要求払い預金が最も高く、定期性預金がそれに次ぐ。このように、資金流動性によるランク付けに基づいて通貨をグループ分けしたのが、よく知られている M1,M2,M3 といった概念である（前掲図1）。Mは通貨（マネースtock）の頭文字である（一昔前まではマネーサプライという言葉が使われていた）。ちなみに、流動性には、もう一つ「市場流動性」(market liquidity) という概念がある。これは、どれだけ円滑に値段が折り合い、スムーズに取引が成立するかを示す尺度であって、株式や債券売買について言われるところの概念である（「流動性の高い銘柄」「低い銘柄」等）。流動性という言葉も使用する人によって異なることが多い（「過剰流動性」などはその例である）ので、議論に際しては定義を明確しておく必要がある。

ところで預金とは、預金者にとっては金融機関に対する債権であり、金融機関にとっては預金者に対する同額の債務である。このように、預金は債権債務の塊であるが、当然目に見えるものではなく、強いて言えばコンピューターの中に存在する。金融が債権債務の塊であり、金融システムは、そうした塊がピラミッド状に積み重なったものだと観念すると、それが如何に脆弱なものであるかがわかる。ピラミッドを形成している一片の石の破損はピラミッド全体を揺るがせ、ついには崩壊に至る原因となる。あるいは、ドミノの一枚が倒れた途端に他の無数の札が倒れていく有様をイメージしてもよい。いわゆる「システミック・リスク」とはそういう現象を指す。先に決済システムに潜む未決済のリスク（決済リスク）について触れたが、問題はそうした業務の分野に止まらず、経済構造全体を危機に陥れるかもしれない深刻なリスクである。その例は数限りないが、直近の出来事が、2008年初めごろから米国で始まり、やがて世界中に伝播していった（そしてなおその後遺症に悩んでいる）サブプライム危機であったことはよく知られている。

中央銀行の任務は、第一に、金融政策（マネタリー・ポリシー）によって物価の安定を通ずる国民経済の安定的・持続的な発展をはかることとされているが、今一つの重要な任務は、一つ一つの石の強固さをチェックする「マイクロ・プルデンシャル・ポリシー」と、ピラミッド全体の崩壊を防ぐためにはどうすればいいか、という観点からの「マクロ・プルデンシャル・ポリシー」の遂行である（日銀法第1条第2項—金融機関間の資金決済の円滑化を通ずる信用秩序の維持）。この問題は本日のメインテーマである金融政策と深くかかわっており、時には相互に矛盾する問題が生ずる時がある。たとえば、金融機関の財務内容が悪化しているにもかかわらず、経済情勢全体から見て金融引き締めを必要としているとか、不況脱出のために超金融緩和政策を長く続けた結果、金融機関のリスク感覚が麻痺し、収益増強を求めて高リスク資産への投資を膨らませる、などがそれである。この間のバランスをどうとっていくかはなかなか難しい問題であり、どうしても、自己資本比率の維持（「バーゼル自己資本規制」）を始めとする数々の金融規制に登場してもらわなければならないのであるが、本日は残念ながら時間の関係でこの問題に立ち入ることができない。

3. 金融システムの全体像

先に金融とは貯蓄余剰主体から不足主体への資金の流れであり、それを仲介するのが金融機関である、と述べたが、それを一望したものが図4（部門別金融資産負債残高）である。この図はきわめて多くの情報を含んでおり、ここからいろいろなことが分かってくる便利な表であるので、ぜひ活用して頂きたい。金融機関の仲介業務は膨大な情報とその処理から成り立っている。その意味で、金融機関はコンピューター会社に似た装置産業であると言える。巨大な装置を動かすにはそれなりの数と質を持った人員が必要である。言うまでもないことであるが、金融機関が仲介者として機能するためには、一般から十分の信頼が

寄せられていなければならない。他の業態に比べ、金融業に対してはより厳しい規制と監督の目が注がれているのはこうした理由による（マイクロ・プルデンシャル・ポリシー）。金融機関の中でも、預金を取り扱うものに対してはさらに厳しい規制がある。銀行という文字は免許がなければ使用できない、自己資本規制を守らなければ行政措置が講じられる、などというのはその一例である。仲介機関には預金を取り扱うことができるものと、そうでないもの（たとえば証券・保険等）の二種類があることの区別は重要である。このことは、いずれ出てくる信用創造の話に関係する。

図 4 をもう少し詳しく見てみよう。右側に資金余剰部門があり、左側に不足部門がある（ネットアウトはされていないので一つの部門が両方に現れる）。ここで証券とは株式や債券などであって、左側にあるのはそうした証券を発行している、右側はそれらを保有しているという意味である。一般政府部門の左側の証券は発行された国債や地方債であり、右側の証券とは、年金基金等がそうした国債等を保有していることを示す。財政融資資金預託金とは、財政投融资特別会計が財投債を発行して調達した資金を政府系金融機関に融資（預託）していることを示す（財投債は国債の一種であり、一般政府部門の左側の証券に含まれている）。家計部門の右側の保険・年金準備金とは保険料や年金の積立金と考えればよい。家計の左側の借入は主として住宅ローンであるが、他に自営業の資金調達もある。海外部門については、右側は日本が外国の証券を保有している、ないしは貸出をしていることを、左側は外国人が日本の証券を保有している、ないしは日本が外国から借り入れていることを示す。

しばしば、家計は 1500 兆円もの金融資産を持っているのだから、少々国債を増発しても簡単に消化できる、などと言う人がいる（政治家に多い）が、この図はそうした理解が誤りであることを示している。1500 兆円の金融資産の中には既に国債が含まれている。また、預金の形をとっていたとしても、その相当部分は金融機関を経由して間接的に国債を保有していることに等しいからである。誤解は、1500 兆円という現金がタンスに眠っているという理解から生じているらしい。

ここに掲げられた種々の金融商品、これが先述した債権債務の塊であり、こうした金融商品の貸借・売買（現物・派生）の場が広義の「金融市場」である。広義の金融市場には、専らプロ向けの場である短期金融市場、主としてアマのための預金・貸出・保険・信託市場、プロアマ入り乱れての債券・株式市場（別名証券市場）、元々はプロの場であったが最近ではアマ（「ミセス・ワタナベ」）も出没する（FX 取引）外為市場などがある。金融政策の源流は短期金融市場に発するが、それが川筋を変え、水量を増しながら次第に他の市場を経由して、やがて消費や投資、生産や雇用といった実体経済に波及していく経路、これが金融政策の波及過程、「トランスミッション・メカニズム」である。波及過程については、

しかしながら大きく異なる二つの考え方がある。このことについては後に述べる。

金融政策の話に移る前に「金利」について一言しておく。学生に、預金にはなぜ金利が付くのかという質問をすると、「銀行は我々が預けたお金を使って儲けているのだから、その一部を分けてもらうのは当然だ」というような答えが返ってくることが多い。通貨と並んで一般に誤解が多いのはこの点である。先に流動性のことについて触れたが、目の前で直ちに交換決済に使用できる現金と、そうでない預金（現金化の必要がある）については流動性（資金流動性）に差がある。現金を保有している者にとって銀行に預金するという事は、高いレベルの流動性を犠牲にする（「流動性リスク」を負うと表現される）ことを意味するわけであるから、当然その見返り（プレミアム）を要求する権利がある。それだけではなく、預金するという事は、銀行が倒産して預金が返ってこないリスクを負うということでもある。したがって、それに対する見返りも必要になる（「信用リスク」—ただ実際は、預金は一定金額まで預金保険制度で保護されていることは御承知の通りである）。同じ期間、同じ条件の預金という金融商品について、A 銀行と B 銀行とで違う金利がついていたとすると、それは A 銀行と B 銀行に対する信用リスクの差、つまり、どちらの銀行の経営がより健全かを示していると考えることができる。同様に、同じ期間、同じ金額の貸出について、その金利が違っているとすると、それは借り手の信用度を表すものと考えられる。預金は元本金額が変動することはないが、金融商品によっては株式や債券のように、市場で価格が変化するものが多く、それによって損害を被ることがあるために、それに相応する見返りについても考えなければならない（「価格リスク」ないしは「市場リスク」。その裏側は「金利リスク」である<下記参照>。なお、為替リスクも価格<市場>リスクの一種である）。時間が経てば経つほど何かが起こる可能性も増すというリスクを一括して「期間リスク」ということもある。一般に、金利とは様々なリスクの塊を一括して負うことに対する代償である、ということができる。リスクが大きければ当然その代償である金利（リスク・プレミアム）も高くならざるを得ないし、その逆もまた真である。ちなみに、経済学でリスクとは、一定の確率で生ずると考えられている事象を表現する言葉であって、確率が適用できない、全くの不確実性とは異なる概念とされる。

金利が上で述べたようなものであるとすると、短期の金利（短期は通常満期まで1年未満の場合を言う）と長期の金利（満期1年以上）との関係も明らかになる。この関係は、

$$\text{長期金利} = \text{満期に至るまでの予想短期金利の平均値} + \text{リスク・プレミアム}$$

と表すことができる。仮にこの期間中短期金利が現在と同水準で推移するとすれば、長期金利は短期金利よりも期間リスク分だけ高くなり、グラフを書いてみると右上がりになるはずである。ただ、何時もそうとは限らない。先行き短期金利が相当程度低下する（金融

緩和が進む)と予想されていると、場合によってはこのグラフは右下がりになる可能性もある。グラフの傾斜も、今後予想される金融情勢や金融政策についての予想次第で刻々と変化する。こうしたグラフの形状を「イールド・カーブ」と呼び、市場が今後の状況をどのように予想しているか(市場の期待)を読み取る際の重要な材料となる(図5)。

ところで、金利については、「利回り」という言葉との違いについて留意する必要がある。リスクに対する見返りという意味では両者の間に違いはないが、元本金額に対する見返りの金額が初めから決めてある場合には金利という言葉、事前にはわからず、事後的にその金額が決まるような商品については利回りと表現するのが一般的である。たとえば、預金は初めから元本に対して何パーセントの利子(利息)をつけるということを約束しているため、通常は金利という言葉を使う。一方、債券などは市場で売買されており、その価格は日々変動する。この場合は、実際に売却して初めて当初の投資金額に対してどの程度損益が生じたかがわかる。この場合は利回りという言葉を使うのが普通である。ただ、これはそうでなければならないというようなものではなく、日常普通に使われているのはどちらの言葉か、という程度の問題である。預金についても、金利に代えて利回りと言う言葉を使っても間違いではない(預金については勿論価格変動などといったことはない)。

債券の利回りについて触れたついでに、債券投資利回りの計算方法をここに記しておく。しばしば、「国債の増発は長期金利の上昇を招く」「金利の上昇は国債価格の下落を招く」というような言葉を耳にするが、そのことはこの公式を見れば自明である。債券価格と債券投資利回りとが逆方向に動くということは業界人にとっては当たり前のことであるが、学生たちにはなかなか分かってもらえない。なお、途中で売却せず、満期まで所有していれば、売却金額は償還金額すなわち額面金額となることは言うまでもない。

$$\begin{aligned} \text{分子} &= \text{年間金利収入 (額面金額} \times \text{年何}\%) \\ &\quad + \text{売買損益 (債券売却金額} - \text{購入金額) の保有期間 (年) 平均} \\ \text{分母} &= \text{債券購入 (投資) 金額} \end{aligned}$$

上記を一般的な長期金利の変動という現象と結び付けて理解するためには、この債券が、同種同等の他の証券と価格競争関係にあること、したがって、他の金融・証券市場の動向は当然この市場に反映されること、同時にまた、この市場の動きは他の金融・証券市場(流通・発行段階の両方について)に波及していく(裁定行為の存在)ことを念頭におく必要がある。同種同質の競合商品の利回りが上昇している時、発行を予定している債券については、それに対抗できるだけの条件(金利・発行価格)をオファーしなければならない。従って、金利全般が上昇している時には高いクーポン金利(額面に対して一定の利率で計算)を付ける、ないしは低価格で売り出す、あるいはその両方の必要が生ずる。すなわち

発行コストは増大する。売却しようとする、低金利当時よりは低い市場価格で処分せざるを得ない。

4. 金融政策の決定と実行

(1) 政策の決定

以上は前置きであって、これから本題に入る。先に、金融政策とは、通貨・金融に働きかけ、それを変化させることによって実体経済に影響を与える政策であると述べたが、具体的には、誰が、何を、どこでどうするのか。まず「誰が」であるが、これについては、各国中央銀行とも委員会制度がとられており、この点については大差がない (図 6)。このことに関して、昨今、政府の言うことを聞かない総裁を罷免することができる条文を盛り込んだ日銀法の改正を、という声が聞こえてくるが、政策の決定が委員会の多数決で行われる以上、そのことは、政府の意に反した決定を行った政策委員会審議委員全員の罷免を意味する。日銀法改正論者は、政策決定は実質的に総裁一人が行っていると考えているらしいが、それは完全な誤解である。時には票決に際し、総裁が少数派になることもあり得る (BOE にはその例がある)。総裁は日銀という組織のトップであり、その組織運営についての全責任を負うが、金融政策については、政策委員会を構成する審議委員の一員として自己の意見を述べ、委員会を代表して外部と対応するスポークスマンに過ぎない。このことはどの中央銀行についても同様である。ただ、総裁に選ばれる人物は、どこの国でもきわめて高度な理論的バックグラウンドと、組織をマネージするに必要な優れた能力、教養・人格を兼ね備えており、その人の発言が重みを帯びるのは自然の流れである。決定の実行を執行部に指示するのが組織の長である総裁であることは当然である。

(2) 政策の実行

政策委員会の金融政策決定会合で下された金融政策の運営方針は執行部に指示され、実行に移される。その際に中央銀行が働きかける場が、先に触れたプロの集まる短期金融市場である。伝統的な金融政策は、中央銀行が短期金融市場の一員として、同市場で取引される資金の需給関係に影響を与え、それによって「政策金利」を自らが望む水準に近づける、という所からスタートする。短期金融市場で取引されている金融商品には、短期国庫債券、CP (短期社債)、手形、現先等いろいろあるが、それらの大元を突き詰めて言えば金融機関が中央銀行に保有する預金に帰着する。短期金融市場の「資金」と言うと通常この預金を指し、「準備 (リザーブ)」とも呼ばれる。流動性と同様、資金という言葉もいろいろな意味で用いられるので、混乱を避けるために定義をしっかりとっておく必要がある。各国の中央銀行は、金融機関同士がこの「資金」をごく短期で (通常オーバーナイト) 融通しあう際の金利を政策金利としている。日本では無担保 O/N (オーバーナイト) コールレート、米国では FF (フェデラル・ファンド) 金利、欧州では MRO (メイン・リファイナンス・オペレーション) 金利がそれである。

短期金融市場における資金需給を決める要因は、大別して銀行券需要と財政収支である。それに加えて、各金融機関が中央銀行、すなわち手許に持っておきたい預金（準備）の水準ということがある。預金取扱金融機関は、準備預金法に基づいて、顧客預金残高の何パーセントかを準備として中央銀行に預金しておくことが義務付けられており、それが最低限の残高となる（残高の計算は一月単位の平均値で行われる。預金の増加と、それに対応する準備の積み増しとの間には半月のラグがある）。それを超えてどの程度の準備を保有するかは各金融機関が決めることである（決済需要・予備的需要等を考慮する）が、金利がプラスの世界では、中央銀行に準備を積み上げておくよりは他に有利な運用手段があるため、準備のレベルは通常法定水準ギリギリということが多かった。なお、日本では準備預金法にいう所の準備は日銀におかれる預金のみであるが、米国ではそれに、金融機関が保有する手許現金も加えている。

準備預金制度はその昔預金者の預金保護の目的で始められた（支払準備）ものであるが、現在では預金保険制度がその役割を担っており、準備預金はもっぱら金融調節のための足がかりという意味しか持たない（日本の場合、法律上の所要準備は平均して顧客預金の0.8%程度であり、支払い準備などと言える水準ではない）。かつては準備率の操作（上げ下げ）が金融政策の運営手段とされたこともあったが、今日ではそうした意味で用いられることはない。法定準備を上回って積まれている部分（超過準備）には、中央銀行が政策金利並みの金利を付けるのが昨今の通例である（日銀については「補完当座預金適用金利」）が、これを巡っては若干議論があり、そのことについては後に述べる。もともと法定準備預金制度は法律によって金融機関の収益機会を強制的に奪うものであり、一種の税と看做すことができるが、それにもかかわらず税法で規定されていないということがかねてから問題点として指摘されていた。準備への付利はその補償という性格を持っているが、後述するように、金利がゼロになった世界で短期金融市場が消滅する恐れが出てきたために、この市場の機能を維持するという新たな役割が生まれたのである。

銀行券需要については、顧客が預金を取り崩して銀行券に替えると短期資金市場では資金不足要因、銀行券が戻ってくると資金余剰（需給緩和）要因となる。銀行券が出ていくということは、金融機関が中央銀行に持っている預金（準備）が取り崩されたことを意味し、短期金融市場資金の減少（需給逼迫要因）となる。世の中に出回る銀行券が増えると引き締め、減ると緩和というのは一般の感覚とは逆であるが、短期金融市場の資金需給という観点からはそういうことになる。財政収支については、政府の財政支出は準備増加要因（政府が中央銀行に持っている預金から金融機関の中銀預金＜準備＞への振り替え）、税収等政府の収入は準備減少要因（金融機関の中銀預金から政府預金へ振り替え）である。このように、政府と一般国民との間の資金のやり取りは、金融機関が日銀に持っている預

金を経由して行われる。

上で見たような事情から、短期金融市場の資金需給は時々刻々と大きく変動する。したがってその金利は、そのまま放置すると上下に激しく動くことになり、政策金利からの乖離が生ずる。そこで中央銀行はそれを打ち消すような行動に出る。具体的には、短期金融市場の資金不足に際しては、金融機関保有の短期証券を買い入れることによって、当該金融機関の中央銀行預金を増やしてやる、すなわち準備を供給する。逆の場合は中央銀行保有の短期証券を金融機関に売却して、当該金融機関の中央銀行預金を減らす、すなわち準備を吸収するというオペレーションを行い、これによって政策金利をおおむね目標水準に維持する。これが「金融調節」と呼ばれている操作である。中央銀行には銀行券の独占的発行が認められているが、そのことは、銀行券の元になる準備の独占的供給権が与えられていることと同義である。このように、中央銀行が最終的な貸し手（準備の最終的供給者）として短期金融市場の価格決定権を持っていることが日々の金融調節を可能にしている。オペレーションの相当部分は短期の売戻しあるいは買戻し条件付きであるが、状況によっては売り切り、買い切りもある。オペレーションに付随する信用リスクが現実化して日銀が損失を被ることのないように、銀行からは適切な担保を取っている（共通担保制度）。共通担保オペレーションは金利入札方式であるが、時には、日銀が一定の金利を提示し、それに対して金融機関が各々必要とする準備の量を申し出でするという方式もある（固定金利オペ）。

短期金融市場への資金供給は、中央銀行が、ある特定の金融機関からの申し出でに対して、一定の金利で直接貸出を行うことによっても可能である（貸出金利は政策金利プラスアルファ。日本銀行の場合、政策金利は現在 0~0.1%、貸出金利は 0.3%）。かつては主流であったこの方式（「ロンバード貸付」と呼ばれる）は、しかしながら現在ではごく例外的にしか行われていない（日銀の「補完貸付制度」はそれである）。この貸出金利はその昔「公定歩合」と呼ばれていたが、現在ではほとんど死語に近い。金融機関は元々中央銀行に直接借り入れを依頼することをできるだけ避けようとする傾向がある。あの金融機関はそれほど困っているのか、という外部の評判を気にしてのことであるが、**stigma**（焼印）問題と称されるこの傾向は、金融危機時に何とか資金を供給したい中央銀行にとっては障害になることもある。事実、サブプライム危機が深刻化した際の米国の中央銀行（連邦準備制度＜FRB＞）の悩みの一つはこれであり、その解決策の一つとして、決められた金利で貸し出すのではなく、貸出を公開入札の形にして金利を決定する方式にしたこともあった（**term auction facility**＜TAF＞）。日銀の共通担保オペは、いわばこれを先取りした形である。

金融調節に用いられる手段がもっぱら短期の証券（満期までの期間が 1 年未満の国庫短

期債券、手形、CP等)とされているのは、長期証券を用いると価格への影響(マーケット・インパクト)が大きく、市場取引の攪乱要因となることが多いという事情による。なお日銀は、準備を吸い上げるために自ら手形を振り出してこれを金融機関に売却するという手段を持っているが、FRBにはこうした手段がなく、一時は財務省に頼んで特別の証券(国債の一種)を発行してもらい、それを売却して資金を吸収する(金融機関の中銀預金の減少、財務省中銀預金の増加)という方法をとったことがある(supplementary financing program<SFP>)。

5. 金融政策の波及過程

こうして実行に移された金融政策の影響はどのようにして実体経済に波及していくか。これが、金融政策の波及過程(transmission mechanism)を巡る問題である。これについてはよく知られているように、昔から、金利を重視する見解と通貨量を重視する見解との対立がある。言葉の厳密性に暫し目をつぶって、前者をケインジアン・アプローチ、後者をマネタリスト・アプローチと名付け、以下各々その主張を見て行くことにする。ケインズは、自分はケインジアンではないと言ったというエピソードが伝えられているし、マネタリストの総帥フリードマンが主張していたのは、通貨供給量を一定に保って、それが民間の経済活動に攪乱的な影響を及ぼさないようにするということであった。この点、いわゆるマネタリストが、通貨供給量を変化させて景気に影響を及ぼすことを主張しているとは真っ向から対立する。言葉の厳密性云々と言ったのはそういう意味である。なお、これまで述べてきた政策金利中心の説明は、実は暗黙の裡に金利アプローチ(伝統的金融政策)を前提としていたものである。

(1) ケインジアン・アプローチ

ケインジアン・アプローチの概念図は図7で示したとおりである。このアプローチによれば、政策金利を中心として短期金融市場で形成された金利は、やがて中期・長期金融市場金利全般に影響を与え、それが投資や消費、生産・雇用といった実体経済に及んでいく株価や不動産といった資産市場も金利の変化の影響を受け、それが実体経済を動かす一因となる(このチャンネルは「資産・逆資産効果」と呼ばれている)。金利の変化は為替相場にも反映され(金利平価説)、それが輸出入に影響を与える。このことについては後に論ずる。

実体経済活動(生産・消費・投資)の変化は、実物(モノー財、サービスー労働力)に対する需給の変化を通じて賃金・物価を変化させる。ここでは、賃金や物価が実体経済活動の体温計という位置づけになっていることに留意する必要がある。身体が温まった結果体温計の目盛が上昇するのであって、体温計の目盛がまず上昇し、それが身体を温めるわけではない。通貨量との関係で言えば、実体経済活動の活発化は通貨需要を増やし(銀行

借入需要が増え)、その結果通貨量も拡大する。預金通貨量の増加は、それに一定比率をかけて算出される中央銀行準備の積立所要額を増やすことにつながる。中央銀行は、一定の金利水準を維持するという観点からこれに応じて準備供給量を調節する(準備残高が増える)。ここでは、通貨量や中央銀行準備の増加は経済活動活発化の原因ではなく、むしろ結果であるという位置づけになっていることに注意すべきである。

問題は、この政策金利の水準はどのような判断で決められるのかということである。伝統的なアプローチは、可能な限り多くの情報を集め、そこに潜む様々なリスクを比較衡量した上で、どのような金利水準を選べばそうしたリスクが顕現化する可能性を最小限にとどめることができるか、という「総合判断」重視の姿勢である。かつてFRBのグリーンズパン議長の名で有名になった「リスクマネージメント・アプローチ」はこの類であり、日本銀行の伝統的な政策金利決定も専らこうした総合判断によって行われてきた。

しかしながら、こうしたアプローチに対しては、政策決定過程の不透明という批判が常について回る。何か、より客観的・数量的な判断基準、金融政策の神様グリーンズパンでなくとも、誰でも同じような結論が得られる簡単明瞭な方法はないものか(「ルールか裁量か」という問題)。こうした観点から様々なモデルが作られ、現実に当て嵌める作業が続けられてきたが、現在そうした声にも最もよく応えるものとして広く知られているものが「テイラー・ルール」である。金融論の講義の時間ではないので詳細は省略するが、要するに、望ましい物価上昇率(目標物価上昇率)と、長期持続可能な成長率(潜在成長率)とを同時に実現するためには、どのような政策金利水準が妥当であるかを具体的な数値で示すことができるものであって、政策当局にとってはこれ以上便利なものはない。目標物価上昇率を一つの要素としているということは、インフレターゲットの必要性を説く論者にとっても好ましい方法である。仮にターゲット通りの物価上昇率が実現し、需給ギャップが解消した後でのこのルールを見ると、{名目金利=実質金利+期待物価上昇率}という当たり前の関係(フィッシャー方程式)を表したに過ぎない、なかなか巧妙に仕組まれた公式であることがわかる。なお、このルールのベースには、スウェーデンの経済学者ヴェクセルの、(理論的な)自然利子率と(現実の)実質利子率との関係を論じた学説があるのであるが、ややアカデミックに過ぎるのでここでは立ち入らない。

テイラー・ルールの原型


政策金利 = 目標物価上昇率 + 均衡実質金利 + α (現実の物価上昇率の目標物価上昇率からの乖離) + β (潜在成長率と現実の成長率との間の乖離すなわち需給ギャップ)

ここで「均衡実質金利」とは、経済が完全に均衡状態にある時に成立する実質金利(経

経済学的には、貯蓄＝投資を成立させる金利水準と表現される)である(ヴェクセルの自然利子率に相当する)。 α 、 β は、一定期間の現実の数値をあてはめて得られる係数で、テイラーの原型では $\alpha = 1.5$ 、 $\beta = 0.5$ とされている。物価上昇率や成長率に関して、最適とされているものと現実のそれらとの間にギャップがあれば、それは経済厚生的には損失であり、このことを「金融政策の損失関数」というように表現することがある。したがって、金融政策は損失関数を極力ゼロにすることを目指すべき、だということになる。


それでは各国中央銀行はこのルールに従って政策金利を決定しているかという点、実際はそのようなことはない。その理由は明白であって、千変万化する内外環境の下で、一定の前提のもとに組み立てられたモデルが常に妥当するという保証は全くないからである。とりわけ、ゼロ金利が日常化している今日の状況下では、テイラー・ルールが示す政策金利水準(大幅マイナスの名目金利)を実現することは不可能である。均衡実質金利や潜在成長率といった、現実の統計によっては観測できない変数を扱うことについても、前提の置き方如何で数値が変わってくるという問題がある。加えて、当て嵌めるべき物価上昇率や実質成長率等の数値は、現実に把握されたものか、それとも見通しベースかという問題もある。政策運営の弾力性・自由度の確保を何にもまして重視する中央銀行の立場から言っても、モデルの機械的適用は好ましいものではない(テイラーはこれに対して不満で、現在のFRBの政策金利が、モデルを適用した時に得られる金利と乖離していることをしばしば批判している)。ただ中央銀行が、以前に比べればこのルールを意識していることは事実であって、たとえば日本銀行政策委員会の議事録などを見ても、後述するゼロ金利政策を解除すべきか否かを巡って、テイラー・ルールを当て嵌めた場合にどうなるかといった議論が行われている。

ケインジアン・アプローチについてはもう一つ重要な問題がある。経済学において「期待」の果たす役割の重要性が重視され出したのは1970年代半ごろからであり、以後は「合理的期待仮説」が一世を風靡した(「ルーカス批判」の名で知られている)。この理論は、「合理的に判断し、行動する経済人は、ある経済政策が実行に移される以前にその経路と結果を完全に予想(期待)し、それを前提として行動する」と主張するものであって、これを文字通りに当て嵌めると、ある特定の経済政策が当初目指したところがそのまま実現する可能性は皆無である、ということになってしまう(サージェント＝ウオーレスの主張)。この理論が当時の経済学者に与えたショックは今でも語り草になっているが、その後その前提の現実妥当性を巡って議論があり(この仮説が言うところの「合理的経済人」なるものは現実に存在するのか?)、現在では往時ほど頻りに耳にすることはない。しかしながら、その影響はその後の経済理論全般に深く広く浸透している。静態的理論の動態化(DSGEモデル)、金融論における「フォワード・ルッキング・アプローチ」の重視などはその例である。

先ほどは、中央銀行が政策金利を変更すると、その影響が短期金利に、さらに中長期金利や資産価格に、さらには実体経済に波及していくと説明したが、期待理論を導入すれば、実際に政策金利の変更が行われる必要は必ずしもない。先ほどの概念図、 7 について言えば、この波及過程のイメージ全体に「期待」という網目がかかったような状態を考えればよい。中央銀行が金融政策のスタンスを緩和しそうだ、という期待が広まるだけで、短期金利を初めとするさまざまな金融変数は変化する。同様のプロセスは株式や為替相場にも当てはまる。金融緩和の期待が株高・円安を生む、というのがそれである。期待は、金融変数から実体経済への波及過程においても重要な役割を果たす。企業の投資計画は、現実には長期資金金利が動かなくとも、先行きの低下を見越して動き出す。家計の消費・投資（住宅投資）行動はそれほど敏感ではないとは思われるが、それでも世の中が動き出したという感覚が家計の経済活動に相当程度の影響を及ぼすことは十分にあり得ることである。株価・不動産価格の上昇は、実際にそうした資産を処分しなくとも、評価益の増加が人々の心理状態に及ぼす影響を通じて現実の消費・投資活動活発化の要因となる（「資産効果」）。株価や不動産価格が上昇しても、それ自体は実質 GDP（一定期間におけるモノ・サービスの生産量）を増やすわけではないが、バブル華やかなりし頃に経済成長率がある程度のレベルに達していたことについては、多分にこの資産効果が働いたものと思われる。

かくして問題は、中央銀行はいかなる形で自己の政策意図（現状維持・緩和・引き締め一どの程度かを含め）を正確に市場に伝え、市場に自らの望むような期待を生み出すことができるか、市場はいかなる方法でこうした政策当局のメッセージを読み取り、それに基づいてどのように反応するかという、メッセージないしはシグナルの伝達、言い換えれば、中央銀行と市場との間のコミュニケーション戦略ということになる。このことについては後にまた改めて取り上げることとして、まずはもう一つのアプローチであるマネタリストの主張を聞いてみたい。

(2) マネタリスト・アプローチ

マネタリスト・アプローチの概念図は 8 で示してある。ケインジアン・アプローチに比べると単純明快でわかり易く、そのことが一般にアピールする一因になっている。

このアプローチの出発点は、「通貨（貨幣）数量説」と「信用創造理論」である。教科書によれば、通貨数量説の原型は $MV=PT$ で表される（フィッシャーの交換方程式と呼ばれている）。ここで、 M は通貨量、 V は通貨の回転率（一定期間内の使用回数）、 P は物価、 T は取引高である。これをより実践的な形に書き直したのが、ケンブリッジ（マーシャルの）交換方程式と呼ばれている次の式である。

$$M=kpY \text{ ないしは } k=M/pY$$

ここで、 M は通貨量、 k は一定の係数、 p は一般物価水準、 Y は生産量（実質 GDP）である（ pY は名目 GDP ということになる）。この式が言っていることを簡単に要約すれば、通貨の量と生産額（数量 \times 価格）の間には一定の関係があるということである。ここから、通貨の量を増やせば価格は上昇し、生産量は増加するという主張が出てくる。この点に関して、マネタリストはしばしば「ワルラス法則」に言及する。通貨需給と実物需給との関係を論ずるこの法則については、後に補論で一言する。

一方、信用創造理論は $M=R/r$ という式で表される。ここで M は通貨量、 R は準備、 r は準備率である。準備については先に触れたが、ここでは預金取扱金融機関が中央銀行に持っている預金（リザーブマネー）に現金を加えることにして若干拡張されている。これが、「マネタリーベース」ないしは「ベースマネー」と呼ばれているものである（ハイパワード・マネーとも言われる）。中央銀行準備と現金通貨とは相互転換自由の関係にあるため、両者を合わせて考えることは理にかなっていない。ただ、世の中に流通する現金残高はそれほど大きく動くものではなく、実際問題として準備だけを見てもそれほど大きな問題は生じない。信用創造理論は、中央銀行がベースマネーを増やすと、その何倍か（ M/R =準備率の逆数）の通貨が生み出されると主張する。この準備率の逆数が「信用（貨幣）乗数」である。

この二つの公式を組み合わせ、デフレ克服のために何をなすべきかを考える。デフレとは一般物価の持続的下落と長期にわたる経済成長率の低下だとすると、これを克服するためには、まずは中央銀行がベースマネーを増やすことが先決であるということになる。これが、マネタリスト・アプローチが言うところの「量的緩和」である。準備の増加は、先ほどの信用創造のメカニズムによって通貨の増加に直結する。その後は、通貨の増加が物価の上昇と生産の活発化をもたらすという（通貨数量説に沿った）主張となる。通貨量の増加はまた資産価格の上昇をもたらす、その点からも経済活動を刺激する。通貨量の増加がもたらす物価の上昇は、「購買力平価理論」を通じて為替を円安方向に導き、輸出を活発化させることによって経済活動全般にプラスの影響を及ぼす（購買力平価については後に触れる）。このような形で民間の経済活動が活発化していけば、それはやがて税収の増加となって財政ポジションの改善にも役立つと考えられる。景気回復の結果、これまで必要とされてきた財政支出も削減が可能となり、このことも財政赤字圧縮につながっていく。

ケインジアン・アプローチとは異なり、ここでは準備（ないしはベースマネー）、及びそれによって変化する通貨量がメイン・エンジンとなって経済活動を刺激（ないし抑制）する、という位置づけになっている。予め定められた準備のレベルを実現・維持することを専らの目的とすると、短期市場金利が大きく変動することになるが、それはそれでかまわないという姿勢である。このことが実際に行われたのが、1970年代末から1980年代初め

にかけてのヴォルカーFRB議長時代であって、インフレ防止のために通貨量を一定水準にまで引き下げる政策をとる旨を宣言して金融調節を行った。このために短期金利は大きく上昇し、その結果、当時社会を悩ませていた高インフレは終息したが、この実験はマネタリスト・アプローチの現実妥当性に大きな疑問符を投げかけた。短期金利の乱高下は、金融機関経営にとって、そして企業の経済活動全体にとって著しい攪乱要因となったからである。ヴォルカーの真意はマネタリズム・アプローチの採用ではなく、むしろこのアプローチの非現実性を印象付けようとしたのではないとも言われている。短期金利ではなく、一定の通貨量を目標にして日々の金融調節を行うということは口で言うほど簡単なことではない。担当者は、ある程度の時間をおいた後に判明する通貨量を推測しながら、いわば手探りで日々の調節を行わなければならないからである。勢い、調節がやりやすい準備を目安にすることになるが、後に述べるように、準備と通貨量との関係（信用乗数）は安定的というには程遠い。

マネタリスト・アプローチの主張はおおむね以上のようなものであるが、ケインジアン・アプローチについて述べたように、最近の理論ではこれに「期待」の要素が導入されている。図7と同様に、図8の全面にも期待の網掛けが行われているというイメージである。中央銀行が多額のベースマネーを供給する、今後はさらにそれを増加させる（思い切った金融の緩和）という姿勢を示せば、そのことだけで株価等の資産価格が上昇し、為替が円安に振れるというわけである。そこでは、実際に準備供給を増加させ、その結果通貨量が増加する、その影響で物価が上昇し、その結果円安が生ずるという現実のプロセスは必要ない。「準備が増加するという期待」が醸成されれば円安になるというわけである。すなわち、ここでも問題は中央銀行のコミュニケーション戦略に帰着する。中央銀行が、マネタリストの言う意味での金融の大幅緩和に如何にコミットしているかを一般に信じさせる、そのことが何よりも重要であるということである。この立場からは、中央銀行がベースマネーを増やす際に、そのメリットと同時にその副作用に言及することは避けるべきだということになる。そのことが、中央銀行が準備を大幅に拡大する意向であるという「ニュース」に対して経済主体が抱いた折角の「期待」を打ち消すことになるからである。

6. デフレ克服のための金融政策とその評価

以上で大体材料がそろったと思われるので、このあたりで、各国中央銀行（と言っても日本銀行とFRBとが中心であるが）が実際にデフレ克服のためにどのような政策をとってきたか、そしてそれはどのように評価されるのかを見ていくこととしたい。一般に、こうした政策は、それまで金利プラスの世界で中央銀行がとってきた伝統的な金融政策に対して、「非伝統的金融政策」と呼ばれている。この問題について一点注意すべきことは、金融システム崩壊の危機に際して中央銀行がとるべき施策と、平時ではあるが長引くデフレ傾向に対応して、その克服のために描く処方箋との違いである。前者の例が、例のサブプラ

イム危機の際にとられた数々の緊急措置であるが、危機に際しての中央銀行の役割が、「最後の貸し手<lender of last resort>」であることについては大方の意見は一致している。このことを初めて明示的に指摘したのが、英誌「エコノミスト」の初代編集長バジョットの「ロンバード・ストリート」であって、そこでは、危機を克服するためには中央銀行は貸出を惜しんではならないことが説かれている。ただ、バジョットは、その際中央銀行は優良な担保を取り、かつ罰則的な金利で、という条件を付けているが、この条件は現在では無視されており、そのことは、金融システム全体の安定性確保という観点からみてむしろ適切な対応であるとされている。

こうした緊急非常措置によって、サブプライム危機は比較的短期間に終息を見たが、その後遺症はなお色濃く残っている。平成バブルとその崩壊に際して日本が経験したことであるが、同じ金融危機でも、不動産バブルについては、金融機関の財務内容の悪化（不良債権問題）が絡むだけにその影響は長年にわたって消えることがない。欧米諸国は今回そのことを身に沁みて思い知らされたわけである。

デフレ対応として採られてきた政策は、大別して（1）政策金利をゼロまで引き下げる、（2）中央銀行のバランスシートを大幅に拡大する、（3）銀行貸出を金利面で支援する、（4）政策運営方針の対外説明に工夫を凝らす（コミュニケーション方法の改善<広義の時間軸政策>）、の四つに分類される。これらの施策の一部は、外形的には緊急時対応としてとられた措置に類似するものもあるが、両者の性格は基本的に異なっていると理解すべきであろう。ただ、ユーロ圏崩壊の危機を抱える近年の欧州中央銀行の政策措置（ユーロ圏諸国発行の国債を無制限に買入れる意向の表明など）は、なお緊急時対応の性格を帯びたものとみることができる。

（1）政策金利の連続引き下げ

各国中央銀行が、デフレ克服のためにまず繰り出したのは政策金利の連続引き下げであったが、それが実質的にゼロに達して、もはや引き下げの余地がなくなった状態は図 9 で示されている。この状態はしばしば ZLB（zero lower-bound）と呼ばれている。日本銀行は 1999 年 2 月から 2000 年 8 月まで実質的なゼロ金利政策をとってきており、その意味でこの道の先駆者である。

（2）中央銀行のバランスシート拡大

近年顕著な現象は、中央銀行のバランスシートの拡大である（図 10）が、その手段は証券市場における長期国債ないしはそれに準ずる証券の買い入れである。日銀の場合は一部民間証券（CP、社債、REIT 等）も購入している。FRB の場合は、長期国債と並んで、政府系の住宅金融機関が発行ないしは保証した債券（Agency 証券）のウエイトが大きい—図

11. 通常のオペレーションの一環として行っている FRB や ECB に対し、日銀や BOE は特別の基金ないしは子会社を設け、その基金のオペレーションとして証券を買い入れている (BOE は APF<asset purchase facility>、日銀は金融資産等買入れ基金—もつとも、バランスシート上では一括表示されている)。

この結果、中央銀行の資産サイドには長期国債が積み上がり、負債サイドにはそうした証券を売却した金融機関の預金(準備)が積み上がった形になっている (FRB の例は図 11。日銀については前掲図 1 参照)。しばしば、日本銀行の金融緩和の度合いが他の中央銀行に比べて少なすぎるという批判を耳にするが、図 10 を見る限りそのようなことは全くなく、国内経済規模 (GDP) と比較した場合の中央銀行のバランスシートという意味では最も金融緩和が進んだ国ということができる。マネタリーベースやマネーストックの GDP 対比を見てもやはりそのことが言える。よく見かけるのは、サブプライム危機が勃発した 2008 年ごろを基準にどの程度のスピードでバランスシートが拡大したかを示すグラフであるが、サブプライム危機の影響が金融機関を直撃し、金融システムの崩壊に瀕した欧米と、金融機関への影響が比較的軽微であった日本とを比較して、この短期間における中央銀行のバランスシートの拡大テンポについて云々するのはおかしいというべきであろう。しかし、そうしたグラフの持つイメージが強調され、日銀の緩和努力が足りないという主張の支援材料として利用されている。ちなみに日本銀行は、2001 年 3 月から 2006 年 3 月までの 5 年間、準備の残高を目標とし、それを段階的に引き上げる、いわゆる「量的緩和政策」を実施した (その結果として政策金利はほぼゼロに張り付いた—図 9)。日本銀行はこの点においても非伝統的金融政策の先駆者である。

図 1 ないしは図 11 で中央銀行のバランスシートの負債サイドを見ると、中央銀行準備が大幅に増えており、一見、前記マネタリスト・アプローチの主張に従っているかのように見える。巷間「量的緩和」(QE<quantitative easing>)と呼ばれていることもそうした印象を深める原因になっているが、中央銀行サイドにはそうした意識はない。たとえばバーナンキ議長は、自らの政策が QE と呼ばれることを嫌い、大規模資産購入 LSAP (large-scale asset purchases)、あるいは「信用緩和」(CE<credit easing>)というような言葉を使っている。日本銀行サイドでも同様であって、少なくともこれまでのところは、通貨量の拡大を視野に入れたベースマネーの増加を目的として金融政策を行っているというような言い方をしたことはなかった。

中央銀行当局が、自らの政策を量的緩和と定義づけることに躊躇する理由は、前に記したようなマネタリスト・アプローチに様々な理論的欠陥が内在するためである。第一に、通貨数量説の持つ本質的な欠陥である。先に、通貨量の増加が価格の上昇と生産量の増加をもたらすと言ったが、仮に $MV=PT$ の左辺が原因であり、右辺がその結果であったとし

でも、MVの増加がPに現れるのかTに現れるのかは明らかではない。状況次第でその影響がすべてPに現れた場合には、まさにインフレそのものである。マネタリストはTにも必ずその影響が及ぶはずだというのが、その保証はない。広義のPには賃金が含まれているはずであるが、賃金上昇を伴った物価の上昇ならともかく、賃金が増えず物価のみが上昇したとしたら賃金労働者は悲惨である。ここで必要となるのは、いわゆる所得政策、すなわち政府が主導して（時には強制的に）賃金水準を引上げる政策なのかもしれないが、それは、賃金の決定が私企業に任されている資本主義社会とは相いれないアプローチである。過去の経験を見ても、所得政策が成功したためしはない。

左辺については、暗黙の裡にVがおおむね一定とされているところに問題がある。通貨の回転速度は様々な理由で大きく変化する。災害等危機に備えての、あるいは当面使用する目的がない結果としての予備的保有動機によって回転速度が極度に遅れるということもあろう（いわゆる「タンス預金」）。そうした際にMを増やしても右辺が増える保証はない。一般物価Pが安定しているからといって安心してると、株式や不動産といった資産価格が上昇してバブル状態になっているという、かつて日本や欧米が経験した問題もある。マネタリストはその時はMを絞ればいいというのが、資産価格バブルを終息させるほどの規模のMの収縮は、長期金利の急上昇を招いてデフレをさらに深刻化させることになるであろう。どのようにしたら、市場に混乱を巻き起こすことなくMを収縮させることができるかは、後に金融緩和を元の状態に戻す「出口」を論ずる際に問題となる。一旦大きく膨れ上がったベースマネーを収縮させることは口で言うほど簡単なことではない。

何よりも問題なのは、通貨数量説が、何の疑問もなく左辺が原因で右辺が結果だとしている点にある。この式は、事後的には常に成立する恒等式であって、因果関係については何も言っていない。ケインジアン・アプローチが言うように、右辺の実体経済の活発化（物価上昇・生産量拡大）の結果、左辺の通貨量が増加するということは優にあり得ることである。

マネタリスト・アプローチについて指摘しておくべき二番目の問題は、信用創造説の安易な適用である。 $M=R/r$ において、Rの供給者はたしかに中央銀行であるが、M増加の主役は預金取扱金融機関である。預金取扱金融機関の信用供与（貸出ないしは証券購入）があつて初めて顧客預金は増加し、その結果法定準備の積立義務が生ずるとというのが順序であつて、中央銀行が準備を増やしたからといって金融機関の信用供与が自動的に増えるわけではない。金融機関が信用を供与するためにはそれなりの環境が整っていなければならない（金融機関の財務内容、借入人の信用度、借入プロジェクトの収益性・将来性、広くは日本経済の先行きについての見方、等々）。すなわち、信用乗数（ $1/r$ ）は安定的ではない。このことは図12を見れば明らかであつて、多額の準備の投入にもかかわらず、通貨量

の伸びは捗々しいものではない（準備残高が増えても、それに応じて銀行貸出残高が増えるわけではないことについては図 12-a 参照）。

このように、ここでも問題は原因と結果の関係についての論者の主張にある。その昔、戦後復興から高度成長期にかけては、当然のことながら企業の資金需要はきわめて強かったが、全般的に金融資産の蓄積が乏しい中で、資金の調達はほぼすべて銀行借入に頼らざるをえなかった。銀行が企業の資金需要に応じて貸出を行えば企業の預金が同額増えるが、銀行はそれに対して法定準備を日銀に積んでおく必要がある。この当時、短期金融市場にも金融資産の蓄積はなく、銀行は準備需要を賄うためには全面的に日銀借入に頼らざるを得なかった。この当時の日銀は、公定歩合操作によって、規制下にあった（公定歩合をベースに重層的な体系を構成していた）長短金利全般を変化させ、それによって企業の資金需要に影響を与えるとともに、「窓口指導」によって銀行貸出額自体を操作していた（各銀行の自主的判断という形をとりつつも、実質的には貸出限度を個別に指示）。日本銀行がこうした権限をふるうことが出来た根拠は、最後の貸し手として準備を供給する力を独占していたことに求められる。そうした時代においては、日銀が供給する R の増加を原因とし、その結果を M とする主張には相当程度の妥当性があったと言える。しかし、今や民間企業は大きな資金余剰部門であり（図 12-b）、資本市場も極度に発達している。金融機関貸出がなければ企業の資金調達ができないような時代ではない。しかも短期金融市場には準備があり余っている。こうした金融環境の大きな違いを無視して、過去の事例を自己の主張の支援材料とすることには疑義がある。

やや次元が異なるが、同様のことはかつての高橋是清時代の出来事を今日に当て嵌めて、国債の日銀引き受けを中心とする金融緩和や円安政策を正当化しようとする論法についても言える。高橋財政は確かに大不況に呻吟する日本経済を救ったが、その当時起こったことは、金本位制度からの離脱による円相場の大幅切り下げ（ほぼ 2 分の 1 に切り下げ）と、野放しと言ってもよい財政支出の拡大である。国債の日銀引き受けが行われたことは事実であるが、高橋蔵相は、景気回復とともに日銀に積み上がった国債の市中（対銀行）売却を進めていた。財政支出の膨張は、言うまでもなく対外進出を踏まえた軍備増強のためであり、これはやがて止めることができない波となって最後には日本を破滅に陥れた。こうした、現在とは全く異なる状況の下で行われた当時の政策を今日の政策運営に当て嵌めて、自己の主張を正当化しようとすることは適当とは言えない。

マネタリスト・アプローチについての問題点は以上のようなものであるが、学界においても、中央銀行準備の大幅積み上げは世間一般に安心感を与え、金融システムの安定化に相応の寄与をした点で評価されるが、それが实体经济に好影響を与えたという確たる証拠はなく、理論的にもサポートし難いというのが大方のコンセンサスになっている。事実、

ベースマネーとマネーストックとの関係については勿論のこと、マネーストックと成長率あるいは物価上昇率との間に安定的な関係があるとは到底言い難い（前掲図 12）。これに対してマネタリストは、 R の増加と M の増加との間には時間的にギャップがあり、 R の増加はいずれ銀行貸出の、したがって M の増加に結びつくはずだ、 R の積み上げ方が不足しているから金融機関は貸出を（ M を）増やそうとしないのであって、中央銀行はもっと思い切って大量の国債を買い入れて（満期まで 3 年といった短いものではなく、5 年ないしはそれ以上の長期物をも含めて）、 R を積み増すことが必要だ。また、 R に金利が付されていることが金融機関の信用供与の妨げになっている、等々の反論を行っている。長期物を買うことによって長期金利の低下を狙うとも述べており、この点ではケインジアン・アプローチとなっているのは興味深い。

上で触れた、超過準備（準備総額から法定準備量を引いた部分）に金利が付せられていることについては、短期金融市場金利がそれ以上低下するのを妨げているという議論はあり得るが、元々短期金利はほとんどゼロであって、付利金利を率い下げることによってさらに金利が下がる余地はきわめて少ない。また、付利金利を引き下げ、ないしはゼロにすれば、余剰準備が「追い出され」て金融機関の信用供与、したがって顧客預金が増えるという主張は、準備というものの性格からみて奇妙な論理である（ミクロとマクロの混同）。個別金融機関としてはむしろ、余剰準備を安全でプラスの金利が付いている国債への投資に向ける可能性が高い（それが論者の狙いであるというのであれば筋は通る）。そもそも、準備の積み上げを主張している論者が、準備の減少になりかねない付利金利引き下げを主張していることは矛盾であるとも言える。付利停止の結果、金融機関同士の相互の資金の融通の場である短期金融市場の金利がゼロになるということは、同市場の機能が消滅することを意味する。マクロでは準備が積み上がった状態でも、ミクロの次元では日々の資金繰りに頭を痛めている金融機関は多く、そうした金融機関にとっては、短期金融市場の消滅は大きな問題となり、場合によってはそうした金融機関の破綻が金融システム全体の動揺につながる可能性も否定できない。日銀は、短期金融市場取引の仲介者である短資業者の利益のことを考えて金利をゼロにすることに抵抗しているのではないかという論者もいるが、きわめて皮相かつ低次元な見方である。

多くの中央銀行が、自らの政策を「量的緩和」と定義することに躊躇する理由はおおむね上のようなことであるが、それでは現実に起こっているバランスシートの拡大をどのように説明するか。バーナンキ議長は、FRB による各種債券の購入が、その債券の市場流動性を高め、結果としてその債券の金利を、ひいては長期金利全般を押し下げる効果をもたらしているという点を強調する（以前述べたイールド・カーブの傾きの変化）。この点は、とりわけ FNMV や FHLMC といった政府系住宅金融機関が発行した債券、ないしは保証した住宅証券を FRB が買い入れ対象としていることについて当てはまる。住宅資金借入金利

の低下は沈滞していた住宅建設活発化を支援する。結果的には同じバランスシートの拡大ではあるが、量的緩和が中央銀行の負債サイドに注目するのに対し、信用緩和は資産サイドに重点を置いているとすることができる。バーナンキ議長が自らの政策を QE とは呼ばず、credit easing と呼んでいる由縁である。市場では、こうした特定証券市場の市場流動性を高める政策を眺め、FRB を“lender of last resort ” (最後の貸し手) ならぬ “market maker of last resort” (最後のマーケットメーカー) と呼んでいる。これが行き過ぎると、市場にモラル・ハザード (甘えの構造) が組み込まれることになるので、その点は注意を要する。何かあればグリーンスパンが手を打ってくれる (金利を下げてくれる)、ということでも有名になった “Greenspan put” という言葉があるが、それが市場のリスク感覚を鈍らせ、その後のサブプライム危機の種を蒔いたという批判は根強い。

バランスシート拡大政策の最大の問題は、中央銀行が大規模な国債の買い入れを行っていることが、財政規律・財政節度にどのような影響を及ぼしているかということである。このことについては最後のところで議論するが、米国では、FRB が大量の国債を買い入れてバランスシートを膨らませていることに対して議会筋に少なからぬ批判と抵抗がある。一つには、それが将来のインフレを招くのではないかという懸念であるが、このようにして FRB という組織が巨大な支配権を持つことを嫌うという、米国独特の分権主義的感覚も働いている。このため FRB は、一時、長期国債を買い入れるとともに同額の短期国債を売却するという、通称「ツイスト・オペレーション」を行ったことがある (バランスシートの規模は拡大しない)。このオペの結果、先に述べたイーロード・カーブは短期が上昇、長期が低下という姿になるはずであるが、短期はゼロ金利政策で抑えつけているため、ゼロ近辺から始まる右上がり曲線の傾きの緩和という姿となる。ただこの措置は昨年未で打ち切られた。所期の効果が挙がらなかったためかもしれないが、あまりに小手先な技という批判は当初からあった。

先にも若干触れたが、マネタリストは、信用創造論や通貨数量説に対する上記のような批判を念頭において、最近では、中央銀行が思い切った金融緩和を行う姿勢にあることを強く打ち出すことによって醸成される「期待」が、株価や為替相場、あるいは不動産価格に及ぼす影響を強調する方向に軸足を移しつつある。マネタリスト自身はそうは言っていないが、これはいわばバブル待望論であり、事実、事態はそうした方向に動いているように見受けられる。これに頼ることの問題点は、言うまでもなく、市場がそうした期待を持ち続けるかどうかという点にある。先に通貨に対する信認のことを述べたが、この場合は、バブルを起こすという政策当局の意思への信頼・信認である。そうした期待が持ちこたえられず、信頼が揺らぎ始めた時、その時がバブル崩壊の始まりである。人間心理に依存する期待理論は本質的に脆弱性を持つ。たとえて言えば、体力が弱っている患者にアドレナリン注射を打つ、あるいは AED で電気ショックを与えるようなものである。その瞬間は生

き返るが、それが持続するかどうかは、その後の根本的な治療・・・抜本的な経済構造改革を通ずる成長戦略の成否・・・如何にかかっている。

(3) 銀行貸出支援策

準備をいくら増やしても銀行貸出に結びつかないという問題に対応して考えられたのが、銀行が貸し出しを行った際に、中央銀行が、その資金を低利で（政策金利で）リファインンスし、貸出を支援するというアイデアである。この政策は、2010年4月に日本銀行が採用したもので、その貸出が成長基盤の強化に役立つものであることを条件とした。この段階では期間が定められ（原則1年、借り換え可能で最長4年）、かつ金額についても一定の枠があった。中央銀行が銀行へ資金供与を行う場合は、ヒモ無し、つまり銀行貸出の量は関心事であるが質の問題には立ち入らない、というのがかねてからの原則とされてきた。それに照らすと若干異質の制度であるが、生産性の向上による潜在成長率の引上げが、デフレ脱出のためにも急務であるという日銀の強い意向を示すものである。その後、BOEも同様なスキーム（Funding for Lending Scheme<FLS>）を採用、さらに日本銀行は、2012年12月に、既存の制度の拡張版ともいえる貸出増加支援のための資金供与というスキームを改めて導入した（目的不問・長期・無制限。成長基盤強化支援スキームと併存）。ただ、すでに政策金利がゼロに近い環境下で、改めて政策金利によるリファインンスというスキームがどの程度の貸出促進策になるかという問題は残っている。

(4) 中央銀行のコミュニケーション戦略

その昔、中央銀行による金融政策の決定は神秘のヴェールに包まれた神託のようなものであり、またそれが故に相当の権威を持っていた。この時代の金融政策の有効性は、天から降ってくる神の声がもたらすサプライズ効果にあったと言ってよい。こうした傾向は1990年代半ばから変化し始め、政策形成にかかわる透明性が増して、市場は中央銀行がなぜそうした政策をとるのか、今後どのような方向に進むのかについて相当程度予測をすることが可能となった。

この点での先駆者は米国のFRBであるが、日本銀行も今やFRBと肩を並べるほどの透明性を誇る。毎月の金融政策決定会合の後、声明文が発表されるとともに総裁記者会見が開かれ、その後1か月足らずで議事要旨が発表される。毎月月報が出されて、経済金融情勢の現状分析が行われるが、4月と10月にはその拡大版ともいえる「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」の発表があり、政策委員会審議委員のそれぞれが持っている物価や成長率等についての先行き見通しが明らかにされる。総裁は度々国会の予算委員会等へ参考人として出席し、新聞・雑誌・テレビ等でのインタビューの機会も多い。政策委員会審議委員は各地で頻りに講演活動を行っている。金融政策決定会合の詳細な議事録は10年後に公表される。あまり期間が短すぎると、審議委員が自由に発言することの妨げになること

を考慮してのことである。近年、1999年から2000年初にかけての議事録が公開され、たまたまゼロ金利政策の解除や量的緩和政策の始まりに関係したものであったために、大きな話題を呼んだことは記憶に新しい。

上記のような、金融政策の透明性向上に向けての日本銀行の努力にもかかわらず、日銀の考え方は必ずしも一般に浸透していないという声が少なくない。その背景には、金融政策というものが庶民の日常生活からかけ離れたところで展開されているという一般の感覚がある。金融ないしは金融政策は本質的に複雑な構造を持っており、それを専門としない人にとってはなかなかわかり難いことは事実である。このため、専門家にとっては仰天するような理解の仕方や質問が飛び出すことが稀ではない。どのようにすれば、正確さを犠牲にすることなく、しかも平易な言葉で、自らの政策の目指すところとそのために講じられている様々な手段について説得力ある説明ができるか。これが、引き続き日本銀行に課せられた宿題である。当然のことながら、説得の対象は国政に直接タッチしている人々に及ぶ。説明にあたる者は総裁・副総裁・審議委員に限らず、しかるべきスタッフ全員がこれにあたらなければならない。政治からの中立性を理由にそうした人々との接触を断つようでは、いざという時に頼りになる存在・友人を見出すことは難しい。

金融政策の透明性を高めることは、民主主義の原理から言って当然である。中央銀行は政府の一員ではないが、国民から乖離した存在ではなく、国民に対して政策運営の責任を負う（「アカウンタビリテイ」と称される）。透明性は、金融政策の有効性という観点からも重要であることがかねてから（とりわけ学界中心に）指摘されている。金融政策が、先行きについての一般の期待に働きかけることを通じて経済全体に影響を及ぼすことについてはこれまでも繰り返し述べてきたところである。後に述べるインフレターゲットは、こうした中央銀行の意図を明確に示すという意味で、中央銀行のコミュニケーション手段の一つと位置付けることができる（アンカーとしての役割に期待）。

日本銀行は、ここ20年来、欧米諸国中央銀行はリーマンショック以降、デフレ脱却のため、あるいはデフレに陥ることを避けるために、ゼロ金利という制約の下で超金融緩和状態を維持してきたが、当面の関心は、中央銀行が何時までこうした状態を続けるであろうか（何時引き締めに移るか）という点に集中しており、中央銀行自身もそのことに神経を使っている。ある時期まで、あるいは、ある状態になるまで金融緩和を続けることを約束するから安心して活動せよ、ということであって、これを（広義の）「時間軸効果」と呼ぶ（本来の時間軸効果とは、金融緩和が目的とする状態が達成されても、そこで直ちに引き締めに移すことはせず、さらにもう少し先まで緩和を続ける、という意味である）。この点における先駆者は、かつてゼロ金利政策をとっていた際（1999～2000年）の日本銀行のコミットメントであって、「物価の安定が展望できる情勢になったと判断できるまでは実

質ゼロ金利政策を維持する」としていた。この文言の曖昧さが問題となったのは、ゼロ金利政策を止めてコール市場金利を僅かながら引き上げることを決定した際（2000年8月）であって、政府が議決延期請求権を発動し、日銀がこれを却下するという、両者間のあからさまな対決状態が出現した。このことについては後に述べる。

一方FRBも、超金融緩和をどこまで続けるかについてのメッセージ文言について腐心している。当初は漠然とした言い方（「相当期間」「長期にわたり」等々）であったが、その後、時期を明示する（「2014年末まで」等）方法に変更した。しかしながら、経済情勢の変化については触れずに時期だけを明示するという方法が問題であることは明らかである。この点についての批判を意識したFRBは、現在「消費者物価上昇率が2.5%を超えない限り、また失業率が6.5%に達しない限り」現行程度の緩和状態を維持する旨をコミットしている（この数字は閾値<threshold>と呼ばれる）。FRBが掲げている物価上昇率の「ゴール」は2%であるが、それより若干上振れしても金融緩和を続けるという強い意志を示したものと受け止められている。失業率を掲げたことについては、FRBの使命として「物価の安定と最大限の雇用確保」が法律で定められていることに関する（dual mandate）。米国の自然失業率（構造要因の存在等の理由でそれ以上の失業率低下は難しく、それをさらに引き下げようとするとう物価が急上昇する可能性のある水準）はおおむね6%前後ではないかとされているので、6.5%というのは、そこまで下がるまで待っているのは景気が過熱し、物価に影響が出てくるかもしれないという配慮の反映である。巷間、これを、「FRBは物価上昇率と失業率について目標値を設定した」と受け止める向きが多いが、厳密に言えば、そのレベルまでは超金融緩和状態を維持するということと、そのレベル達成のために様々な措置を講ずる、というのとでは微妙な違いがあることに留意すべきであろう。こうした慎重な言い回しは、FRBが、物価上昇率の「ゴール」と言って、「ターゲット」とは言っていないことに通ずるものである。

FRBが特定の失業率を掲げることについては（ターゲットとは言っていないとはいえ）議論がある。物価に比べて金融以外の要素によって影響されることが遥かに大きい失業率に、金融政策としてどの程度コミットできるのか（責任をとれるか）という問題である。元々、法律で雇用をFRBのmandateに加えた（かつて米国が高水準の失業に悩んでいた時代の産物<連銀法の改正>である）ことについては、他ならぬ議会筋にも問題視する向きがある。FRBが雇用確保に神経を使って、その本来の使命である物価安定をおろそかにするのではないかという疑念である。昨今日銀法改正論者の中には、特定の失業率の達成を金融政策の目標とすべきだと主張している者もいるが、米国での議論はこの点参考になる。

こうした細部にわたる微妙な文言を巡って苦心する中央銀行のコミュニケーション戦略

については、しかしながら大きな疑問も呈せられている。中央銀行が持っている真の意向がこうした形で正確に伝わるのであろうかという問題である。たとえ真の意向が反映された文言であっても、メディアがそれを伝える過程で大きく歪められる可能性は常に存在する。歪みは知識不足から来るかもしれないし、悪意が背景にあるのかもしれない。「期待に働きかける」というのは易しいが、そのことは世論操作と紙一重である。十分な知識を持たない国民が、こうして歪められた情報に踊らされて、全体として誤った方向に雪崩を打った結果、大きな悲劇に見舞われたという経験は、過去の日本の歴史において度々繰り返されてきたことである。ここでは、国民が正確な知識を持ち、冷静な判断を下せるような環境作りが必要であり、そのためには、中央銀行の情報発信能力の向上努力が不可欠であるが、同時にメディアが果たすべき役割は大きい。その一方で、（言うまでもないことであるが）コミュニケーション戦略の有効性は、国民がそれを信ずるかどうにかかっている。国民が中央銀行に十分な信頼を寄せていない場合、中央銀行がどのようなメッセージを発信しても馬の耳に念仏ということになる。

時間軸効果を狙ったコミットメントについては、目標が達成された、あるいは達成の目処がついた段階で緩和政策を止めるべきかどうかという問題が常について回る。この微妙な段階での政策変更は、中央銀行に対する信認に傷をつける可能性を含んでいるためである（コミットメント違反＝裏切り）。この問題は、経済学で「時間不整合性」と呼ばれている。如何にして信認に傷をつけることなく政策変更を行うことができるかは、後に触れる出口段階での重要な課題である。

7. 金融政策を巡る当面の諸問題

(1) インフレターゲット論

インフレターゲット政策は、上で述べた中央銀行のコミットメント（フォワード・ガイダンス）、あるいはコミュニケーション戦略の一つと位置付けることができる。広義のインフレターゲットには、特定の目標値を定めるもの（たとえば 2%）、その上下に若干の幅を持たせるもの（2%プラスマイナス 1%など）、目標値としては掲げていないが、それに相応する数値を挙げ、実質的にそれを意識しつつ政策運営を行っているもの（ECB や FRB などがこれに入る）の 3 種類がある。ターゲットの設定主体は、政府、中銀あるいは政府・中銀の共同作業とさまざまである。

インフレターゲット政策は、1988 年のニュージーランドでの採用以来、当初の硬直的な運営ぶり（たとえば、短期的にも目標が達成できない場合は中銀総裁を罷免することが可能）から次第に変化し、現在では、足元の目標達成よりは中期的な物価と経済の安定化を目指す方向に変わってきた（フレキシブル・インフレターゲット政策）。その意味では、表現の差はあれ、すべての中央銀行はインフレターゲット国であると言ってもよい。要はスタイ

ルの違いである。ただ、「ターゲット」という言葉の持つ語感・・・あらゆる手段を講じて（場合によっては時期まで決めて）その実現を目指す。実現しない場合にはその責任を問う・・・を嫌う中銀は、より柔軟かつ間接的な表現を好むということである。

インフレターゲット国に分類されることを嫌う中銀は、物価変動の背景には金融的要素の他に構造的要因等さまざまな非金融的な要素があり、それらを見捨て金融政策のみに特定数値を実現する責任を負わせることは適当ではないという認識を持っている。FRBが、実質的にはターゲット設定に近いスタンスをとっているにもかかわらず、様々な場においてそれがターゲットではないということを強調し、ターゲットという言葉を用いることを避けている（ゴールないし閾値）のはその一例である。ECBも自らをインフレターゲット採用中銀とは位置づけていない。ECBが採用しているのは、物価安定の「定義」を示し（消費者物価前年比プラス2%未満で2%の近辺）、その実現が使命であることを表明するという、間接的なスタイルである。英国では、政府が目標値を設定し（2%）、BOEはそれを実現すべく努力するという枠組みになっており、目標値の上下1%ポイントを超える物価変動がある程度の期間続いた場合には、総裁が財務大臣にその理由と、それに対してBOEがとっている対応策を説明した公開書簡を发出することになっている。しかしながら、その扱いはきわめて弾力的であって、現実には目標値との乖離が目立ち（ほぼすべて現実値が目標値を上回っている）、総裁は一年間に何通もの書簡を发出しているが、取り立てて新たな政策措置（引き締め政策）は取られてはおらず、また、それが大きな問題に発展するということもない（高い失業率という現状ではそれは適切な政策ではない）。つまりは、ターゲットとはいうものの、きわめて弾力的な扱いがされているということである。

日本銀行は当初、物価安定を使命とするとしつつも、それがどういう意味であるかを数値で明示してこなかった（「インフレでもデフレでもない状態」といった表現をしていたこともあった）。しかしながら、これに対する批判（それでは同義反復ではないか？）を意識して、2006年には、中長期的に見て実現すべき物価の安定についての各審議委員の「理解」を示すというスタイルをとることとした（消費者物価指数の前年比で0~2%程度。中心値は大勢として1%程度）。その後、2009年にはこの文言を改め、「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、大勢は1%程度が中心」としたが、これには、デフレ脱却が急務であるとされている状況下で、日本銀行は物価上昇率がゼロであることが好ましいと考えているのではないかという世間の疑念を晴らしたいという意図が込められている。ただ、物価安定についての各審議委員の理解を示すという政策運営のスタイルに手を付けることはなかった。

こうした日本銀行のスタイルは、しかしながら2012年2月に変化する。「中長期的な物価安定の目処」の設定・公表である。「前年比で2%以下のプラスの領域にあり、大勢は1%

程度が中心」という文言には変化がないが、これまでの、各審議委員がそれぞれが持っている「理解」を示すというスタイルに対し、政策委員会全体が組織として物価安定の「目処」を示したところに違いがある。英語版では「目処」は”goal”と訳されており、その前月にFRBが公表した物価安定についての長期的ゴールの設定に影響されたことは間違いはない。元々「各審議委員の理解」ということについては、きわめてわかり難いという批判が絶えなかった。その意味で、この変更は、やはり政策運営の透明性の向上・コミュニケーション手法の改善の一つと性格付けることができる。

周知の通り、安倍首相は、政権確立後、機動的財政運営・成長戦略と並んで、大胆な金融緩和を3本の柱の一つとし、物価上昇率2%という数値を掲げて、その早期の達成を金融政策の目標とすべきこと、それについての政府と日銀間のアコードを締結することを求めた。総裁罷免権・業務執行命令権を盛り込んだ日銀法改正の可能性や、新総裁の任命権という刃を振りかざしての要求という姿勢が政治の品位という観点から見て如何なものかという問題はともかく、衆院総選挙における大勝（民意を代表）という旗印の持つ意味は大きい。民主主義体制を是とする限り、直接選挙の洗礼を受けていない日本銀行としてはこれに抗することはきわめて難しい。かくして日本銀行は、今や（狭義の）インフレターゲット国の一つと位置づけられるようになったと言ってよい。日銀は、ターゲットという言葉の真の意味（フレキシブルなもの）が今や一般に広く理解されるようになり、わざわざ目処というような言葉を使う必要がなくなったと言っているが、いささか苦しいと言わざるを得ない。

狭義のインフレターゲットのメリットは明らかである。第一に、一般にとってきわめて判り易い。そして、（そのことの当否はさておき）実現できなかった場合には金融当局にその責任を問うことができる。一方、金融当局にとってはそうしたメリットはデメリットとなる。元々インフレターゲットは、インフレのリスクが高まった国において、それを抑える場合に効果を発揮する（中央銀行としては、政府の抵抗があっても、ターゲットの存在を盾に引き締めを行い易い）が、デフレの場合にはそのような使い方はできない。そもそも現在のデフレ、すなわち低物価上昇率と低経済成長率の長期持続の原因が不十分な金融緩和にあるとする理解が正しいかどうかという問題がある。そのことは、物価指数を構成する個別品目の価格の変化とその背景（新興国の技術進歩と低廉な労働力）を辿ることによって容易に証明できる。これに対しては、個別品目の価格といわゆる一般物価とは区別すべきだというのがエコノミスト的な反論であるが、現実には個別品目のバスケットで構成されている物価指数を物差しとしている以上、理論的にはともかく、実際にはあまり説得力のある議論ではない。家計・法人部門の貯蓄超過傾向や、金融機関が手元に積み上げている膨大な準備（日銀預金）も、金融緩和が不十分だという見解に疑問を投げかける。一部の極端な論者の言うように、長期デフレ持続の原因すべてが（人によっては個別企業の

経営破綻に至るまで) 金融緩和の不足のせいだとされてはたまらないというのが金融当局の気持ちであろう。「専門知に対する世間知(政治知)の勝利」は何も金融分野に限ったことではないが、今回の出来事はまさにそうした事例の一つとすることができる。今回の特色は、専門知の立場から正しい道を指し示すべき論者が必ずしもそうした役割を果たさず、かえって世間知を惑わす役割を果たしているのではないかという点にある。

今回のインフレターゲットの設定については、2%という水準も議論的になっている。名目金利がほぼゼロで、それ以上引き下げることができないという状況の下で、できるだけ高い物価上昇率を目標とすることは、消費や投資判断の基準となる実質金利を引き下げるといふ観点からも意味のあることである(実質金利=名目金利-期待物価上昇率)。各国中央銀行が軒並み2%という数字を掲げているのは、物価指数の持つ上方バイアスという統計技術的な問題(同一価格でも、質の向上を考えると実質的には値下がりしているにもかかわらず、統計面ではそれが表れていない、つまり、実質的に高止まりしたことになる)を考慮したということの他に、あまりに低い目標値では、容易にまたゼロないしはマイナスに戻ってしまう危険があり、若干の「糊代」(バッファ)が必要である、企業活動を活発化させるためには収益面である程度のインセンティブを与えることが必要である(努力が報われるように)、といった考え方によっており、それについては取り立てて問題とすべき点はない。ただ、ここ十数年来の日本の平均消費者物価上昇率は1%に届いていない。そうした状況の下で2%というハイレベルの目標を打ち出すことで、果たして一般の信頼をつなぎとめることができるか。1%以下の長期金利に慣れてきた金融機関の財務内容が2%の物価上昇(つまりは長期金利上昇=債券価格低下)の下でどうなるかということも一つの懸念材料である。

この問題は、ターゲットの設定主体を誰にするべきかという問題に関係する。国家予算を策定する必要上、物価を含む経済の先行き見通しの作成は欠かせず、それは明らかに政府の仕事である。しかしながら、財政赤字を極力減らしたい政府としては、物価上昇率を高めに見積もり、名目GDP成長率を嵩上げすることによって税収増加を見込む誘惑に駆られることは否定できない。問題は、そのようにして作り上げられた数字をターゲットとして金融政策の運営を迫られる中央銀行の立場である。この点、インフレターゲットの設定に際して、政府と中央銀行との間に緊密な意思疎通が必要であるということは強調してもし過ぎることはない。2%の物価上昇については、何はさておきそれを達成することが至上命題であるということであるならば、公共料金の引き上げや消費税のさらなる引き上げを考えればよいという指摘があるが、このことは、何が目的で何が手段であるかについての冷静な判断が求められていることを物語っている。既に進行している円安の影響はエネルギー価格等に現れ始めており、やがてこれが食料品その他方々に波及していくことが考えられるが、2%目標の達成という意味では望ましいこうした動きが国民の日常生活に及ぼす

影響を考えると、喜んでばかりもいられまい。先に体温と体温計との関係について触れたが、内臓疾患で体温が上がらないのに苛立って、体温計を摩擦して目盛を挙げてみても意味はない。

物価上昇率の上昇はすなわち名目長期金利の上昇を意味するが、そのことは政府の資金調達コストが上昇することを意味する。具体的には、新規に発行する国債の金利負担の増加であり、財政支出項目の一つである国債費の増加要因である（既存の残高すべてについて金利コストが上昇するわけではないとはいえ）。物価上昇率目標の設定に際してはこうした点も念頭におかなければならない。

長期金利の上昇は、民間金融機関のみならず、国債を大量に抱えている中央銀行自身の財務内容に影響を与える大きな要因でもある。そこで発生する損失は、納付金の減少という形で財政収支悪化要因となることにも留意しなければならない。現在日本銀行やFRBは、保有国債の評価について減価償却法をとっており、評価損が発生するようなことはないが、いずれ金融引き締めを必要として国債を売却することが必要となった場合に、売却損という形で問題が顕現化する。ちなみに学界では、国債を大量に抱えた中央銀行は、自らの損失の発生（資本金の毀損）を恐れて超金融緩和状態を維持するはずだ、という議論がある（中央銀行の独立性、あるいは通貨への信認に影響が及ぶことを懸念）が、中央銀行の資本金の持つ意味は一般の金融機関のそれとはまったく異なり、説得力のある議論ではない。そもそも中央銀行に資本金が必要かという議論もある。ちなみに日銀の資本金は1億円、準備金を入れても2.7兆円しかない。一方、資産総額は158兆円である。

(2) 金融政策と財政政策との関係

仮に、政府の言うようにデフレ脱却のためには大胆な金融緩和が必要であるとして、そのことは具体的には何を指すのか。この点について政府は、目標を定めるのは政府であるが、その手段は日銀に任せると言っているが、この言い方は極めて巧妙である。すでに様々な緩和措置が取られた後で、残っているのは日銀の金融資産等買入基金による国債買い入れ枠の拡大のみであるからである。日銀の金融資産買入基金は、2010年10月に発表された「包括的金融緩和政策」で設立されたものである。日銀の通常の長期国債の購入（日銀は、かねてから金融調節の一環として一定額の長期国債を買い入れて市場の長期資金を供給しており、その金額は年間21.6兆円に達する）については、その残高が銀行券発行残高の範囲内にとどまることという自主規制枠がある（「日銀券ルール」と称される）が、基金購入分はその適用外とされている。日本銀行による財政赤字ファイナンスを避けるための工夫としてかつては喧伝された日銀券ルールは今や実質的に形骸化しており、日本銀行はこのことについて一度総括を行うことを迫られるかもしれない。

基金による国債等の金融資産の買い入れ枠は当初 35 兆円（内長期国債 1.5 兆円）であったが、その後漸次拡大していった（図 13）。共同声明にうたわれた国債購入額の増枠（2013 年中は現行方式での買入を継続し、2014 年からは期限を定めず毎月一定金額（長期国債 2 兆円程度を含む 13 兆円の金融資産を買い入れる）は、政府が 3 本の柱として打ち出された政策の中に思い切った財政出動が入っていることと整合的である。先般急遽策定された 2012 年度補正予算は 13 兆円強という空前の規模となった。そのうち国債発行によって賄われる部分は 5 兆円強とされ、年度間新規国債発行額は 50 兆円を超える。次いで決定された 2013 年度の一般会計予算政府案の規模は 92.6 兆円と前年の当初予算を 2.2 兆円上回る。ファイナンスの面では、租税収入の増加見込みや様々な財政技法を凝らして国債発行総額を抑えたため、国債発行額は 42.8 兆円、公債依存度は 46.3%と、前年度当初予算比改善したような姿になっている（前年度 44.2 兆円、依存度 47.6%）が、それでも国債発行による大幅な財政ファイナンスが必要な事態には変わらない。しかもこれは一般会計予算であって、特別会計で処理されている震災復興のための資金ファイナンスは含まれていない（復興債特別会計予算 4.4 兆円。復興債発行予定額 1.9 兆円）。既に満杯に近い国債市場において国債消化がスムーズに行われるためには、日本銀行による国債購入の規模拡大が欠かせない。もっと買い入れ量を増やして、思い切った緩和をすべきだという声が高まる所以である。

金融市場への中央銀行マネー（準備）の供給という点において、市場における日銀の国債購入と日銀の直接引き受けとの間に違いはない（財政赤字のマネタイゼーション—図 14）。安倍首相が選挙戦の最中に、国債をどんどん出して、それを日本銀行に引き受けさせると発言したと伝えられたが、それが事実かどうかは別として、政府からさらなる金融緩和を迫られて行われる日銀の市場からの国債購入枠の拡大は実質的には同じ効果を持つ。よく知られているように、国債の日銀引き受けは財政法で禁じられている。過去にそうした行いを行った結果、大インフレを含む大きな問題を引き起こしたことが全ての人の生々しい記憶として残っているからである。これは欧米各国共通の経験であり、基本原則である。先に高橋財政のことについて触れたが、この時の出来事は、その後現在に至るまで（高橋蔵相が意図したところは別として）金融政策運営史上の汚点として記憶されている。なお財政法には、国会の議決があれば日銀の国債引受けが認められるという文言があり、一部の論者はこれをもって日銀引き受けを可能とする根拠としているが、これは、日銀が保有している国債が満期に達した際に、その借り換えが出来ることを指しているというのが一般的な解釈であり、事実借換額は予算に計上されて国会の議決事項となっている。

かくして、インフレターゲット 2%の設定と、日銀による国債購入額拡大とはペアの組み合わせであることが分かったが、それがもたらすものは何か。政府は、ともかくも準備と通貨量を増やし、景気を回復させることが先決であって、それによって税収も増え、財政

赤字は縮小に向かう、と主張する。公共工事の持つ乗数効果については否定的な見解が大部分である中で、財政出動の国民所得増加効果（1単位の財政支出が何単位のGDP増加をもたらすか）にどの程度期待できるか。仮に所得が増えたとしても、現在の租税構造の下でそれが直ちに税収増加に結びつくかどうか。この間、長期金融市場あるいは資産市場ではどのようなことが起こると考えられるか（長期金利急上昇・資産価格バブル発生の可能性）、2015年度までに基礎的収支（プライマリー・バランス—歳入マイナス公債金と歳出マイナス国債費との差額）の対GDP比を2010年度（6.7%）比半減し、2020年度までに黒字化するという財政再建にける政府の意気込みはどうなったのか・・・問題は山積している。後述する2013年1月の政府・日銀共同声明では、「政府は持続可能な財政構造を確立するための取り組みを着実に推進する」と漠然とした書き方になっており、政府サイトには断固たるコミットメントを示す文言や目標数値は見られない（付属資料参照）。この点は、日本銀行が2%という具体的な消費者物価上昇率を目標とし、その実現のために金融緩和を推進するというコミットメントを行っているのと対照的である。ちなみに米国では、（増税との抱き合わせという、政治的な妥協の産物とはいえ）具体的な数字を挙げた歳出削減策（sequestration）が決まっており、現在これを予定通りに実施するかどうかについて議論が行われていることはご承知の通りである。

総選挙前後から始まった株式相場の急騰と円相場の急落は、確かに新政権にとっては追い風であるが、しばしば指摘されているように、期待の変化に基づいて生じた名目値の変化（金融変数）が実質値の変化（实体经济の動き）に結びつく保証はない。資産効果に期待する声もあるが、そのことと、資産価格バブルの発生を期待することとは紙一重の関係にある。いずれ崩壊することが確実なバブルの発生を念頭に経済政策の運営を行うことは、政策担当者として採るべき手法ではあるまい。この間に株式・為替市場で生じたこと背景には、米国経済の立ち直りの気配、欧州通貨体制動揺の鎮静化といった外部要因が大きく影響していることには留意する必要がある。円安の背景の一つには、経常収支の黒字縮小という基礎的な経済構造の変化が働いている。いずれにしても、これらの現象は、新政権下で実際にとられた政策措置を踏まえて生じたものではないことには留意する必要がある。ただ、新政権下で成長戦略の重要性が強調され、それを通じて本格的な日本経済の構造改革が始まるであろうという期待が株高・円安といった情勢変化に反映しているという見方は相当程度あたっているかも知れない。しかしその場合、期待が裏切られた際の反動もまた大きい。この点、新政権に課せられた任務とその責任はきわめて重い。

ターゲットを論じた機会に一言付け加えると、最近名目GDPをターゲットとして金融政策を運営すべきだという声が高まっている（学者ではウッドフォード、中銀関係者としては、次期BOE総裁カーニー）。名目GDPは、一定期間に生み出されたモノ・サービスの総量（生産物）を市場価格で金額換算したものであって、生産（雇用）や物価上昇率を包

撰する総括的な概念である。個別の物価上昇率や失業率の細々した動きを問題にするよりは、総合的な経済活動の変化を示す名目 GDP をターゲットとすべきだという見解は相当程度の説得力を持つ。しかしながら、名目 GDP 統計は何先何万というデータの集積であって、その作成には膨大な労力と時間を必要とする。また、これには推計の要素が多分に含まれており、前提となるデータ次第でこうした推計は大きく変化する。GDP の速報値と確定値がしばしば大きく食い違うのはそうした理由による。こうした性格を持った指標を、実際の金融政策運営のターゲットとして採用することは果たして可能・妥当か。統計技術的な問題が解決するならともかく、現在のところでは、大方の実務家はこの提案について消極的である。

金融政策と財政との関係という問題に関連して、一時盛んであった政府紙幣の発行という問題について一言しておく。通貨の発行は国家主権の一つであって、政府がそれを行うことができるということについては法律上も問題はない。事実、明治政府発足直後には、太政官札その他の政府紙幣が発行されていた。そこで、当面の財政問題を解決する方法としてこうした主張が出てきたわけであるが、その背景として、日本銀行はどんどん銀行券を発行して金融緩和を強力に進めるべきなのに、インフレを恐れてきわめて慎重な態度をとっている。それではデフレ対策にならないから、政府が代わりにやってやる、という苛立ちがある。冒頭、安部首相が昨年暮の選挙運動期間中に銀行券の増発を叫んでいたことについて触れたが、安部首相が本当にそう信じていたかどうかは別にして、一般にはそうしたイメージがあり、それに訴えようとしたことは確かであろう。

しかし、この主張にはとんでもない誤解がある。それは、日銀券にせよ政府紙幣にせよ（あるいはそれに硬貨を加えた現金にせよ）、その発行高は日銀ないしは政府が決めることができる、そして、金融が緩和しているかどうかは銀行券ないしは政府紙幣の発行高がどの程度であるかによって決まる、という思い込みである。何が誤解なのを理解するためには、ATM で現金を引き出そうかどうかと考えている人のことを想像してみればいい。この場合、現金にするかどうかを決めるのはその当事者であって、日銀や政府ではない。現金にすると決めて ATM からの引き出しが行われた時に、その人の預金残高が減って、銀行券発行高が増加する（正確に言えば、銀行が ATM の現金を補充するために日本銀行から日銀券を持ちだした段階で銀行券発行高に計上される）。つまり、銀行券の発行高がどの程度になるかということは、ある個人ないしは法人が、預金と現金とのどちらをどの程度持つつか、という選択の問題に過ぎない。より重要なのは、個人ないしは法人がどの程度預金を持っているかということなのであるが、それは銀行が個人や法人に対してどの程度貸し出しをするかにかかっている（銀行が貸出をすれば借入人の預金が増える）。銀行が貸し出しをするかどうかは、銀行の事情と借り入れを考えている人の事情とで決まる。日本銀行にできる金融緩和とは、そうした場合に貸し易い、ないしは借り易い環境を整えてやる、

ということであって、そのために金利をゼロ近くまで引き下げたり、銀行の保有する証券を買い入れて潤沢に資金（準備）を供給してきた。金融を緩和するとかしないとかいうのはそうした次元の問題なのであって、銀行券を増発したり、政府紙幣を発行すれば金融が緩和するという主張はおよそ見当違いである。

それでは、政府紙幣の発行で財政支出を賄うというアイデアはどうか。たとえば、年金の支払いは現在基本的に預金振り込みの形をとっているが、それを、政府が政府紙幣を発行して、それが封筒に入って送られてくるという形にしてはどうか。これは、一見すると財政赤字を膨らませることなく財政支出が行われたように見えるが、それは本当であろうか。これを受け取った年金受給者はどうするか、ということであるが、日常生活で使われているのは圧倒的に日銀券であり、また、ATMや各種の発券機はすべて日銀券対応であるから、政府紙幣を持っていても面倒である。そこで、それを銀行に持って行って日銀券に替えることになるが、銀行が回収した政府紙幣は日銀に持ち込まれ、日銀がそれを保有することになる（何となく、かつて発行された2千円券の運命を物語っているようである）。こうした取引が一段落した結果を見ると、何のことはない、政府紙幣という名の無期限無利子の国債の日銀引き受けが行われたのと同じ姿になっている。政府紙幣の発行とは、実はそういう意味であったのである。償還されることがない、しかも利子負担のない国債の発行・消化が、財政法をかいくぐって実質日銀引き受けという形で実現する、財政ポジションは表面上悪化しない、というのであるから、財政当局にとってこれほど都合なことはない。こうしたことを考えた人は相当の（悪）知恵者に違いない。幸いなことに、この問題についての理解が進むにつれて、こうした主張をする人はさすがに少なくなってきたようである。

どのようにして財政赤字をファナンスするかという問題に関しては、政府紙幣発行の他にいろいろなアイデアが出されている。その一つが、外貨準備の有効活用、具体的には、外為会計が保有している外貨を円に替えて、それを社会保障費や公共事業費に充ててはどうかという声である。これに対して直ちに起こってくるのは、外貨準備と言っても具体的には外国（主として米国）国債や外貨預金という形をとっており、それを円に替えるとなると、外為市場では米ドルの暴落・円の急騰、米国国債市場の混乱という結果になって、日米間の外交問題に発展する（米国国債の売却に言及したかつての橋本発言が想起される）だけでなく、景気にも悪影響が及ぶ、という批判である。これに対して一部では、政府が保有する外貨準備を日本銀行に売却し、それで得た円資金（日銀におかれた政府預金）を財政支出に使えばいいではないか、ということが主張されている（外為市場の混乱回避）。しかしながら、このアイデアにも政府紙幣発行論同様の誤解がある。そもそも、政府（外国為替資金特別会計）が外貨を買い入れ、それを保有するにはそのための円資金が必要である。外為会計はそうした目的で、短期国庫債券、通称外為証券を発行してそれを銀行に

売却している。外為証券はごく短期であるが、満期の都度転がしで泳いでおり、実質的には長期国債を発行しているのと変わりはない。そのようにして獲得した外貨を日銀に売るということは、結局は国債の日銀引受による財政ファイナンスと異なることがない。外貨売却で得た円資金を支出に回さず、国債を償還するというなら話は別であるが、それでは「有効活用」にはなるまい。財政法の解釈上こうした取引が認められるかどうかということも問題であるが、非常事態（過度の円安回避のための介入、原油価格高騰に際しての政府輸入等）に備えて保有していた外貨準備が政府の手元から離れてしまうということも問題である（そうした際に日銀から外貨を買戻すには、また円資金調達問題が生ずる）。これまで政府が負っていた為替リスクが日本銀行に移るということはどう考えるかという問題もある。様々な観点から見て、こうした財政ファイナンスの手法は邪道というべきであろう。

（3）金融政策と為替政策との関係


昨年秋口まで続いた円高局面においては、日銀の金融緩和の姿勢がFRBに比べて遅れていることがその原因だ、その証拠に、日銀のバランスシートの拡大テンポは欧米中央銀行のそれに比べて劣っているのではないか、という議論が盛んに行われた。金融政策と為替相場との関係については、ケインジアン・アプローチ、マネタリスト・アプローチそれぞれについて議論がある。

以前も触れたとおり、ケインジアン・アプローチのよって立つところは「金利平価説」である。金利平価説とは、ある金融資産（たとえば預金）を二国のどちらかで運用する場合、金利の高い方に資金が流れる（金利に低い国の通貨を売って＜預金を引き落として＞、高い国の通貨を買う＜預金する＞）はずで、したがって、相対的に金利が高い、言い換えれば金融緩和の度合いが弱い国の通貨が、金利の低い（金融緩和の度合いの強い）国の通貨に比べて増価する（高くなる）という議論である。これを最近までの出来事に当て嵌めると、日銀の金融緩和の姿勢が米国のそれより弱いから円高になる、という議論になる。

理論的には、金融資産をどちらの国の通貨で運用すれば損か得かは、運用期間経過後の為替相場如何によって変わってくる（その段階で、その時の相場で当初取引の反対売買が行われる）のであって、この議論は、その時の為替相場が現在の水準と変わりはないという前提に立っている。しかしながら、積極的に為替リスクをとって儲けを狙う投機家はいざ知らず、為替リスクを嫌う実務者は通常先物市場でカバーをとる（先物相場で反対売買を行う）のが通例である。直先市場を通じて見たカバー付のベースで考えると、金融緩和の度合いと為替相場の変化とは無関係だというのが理論の示すところである。しかしながら、実際にはすべての実務者がカバーをとるわけではなく、その意味で、金利の高い国の通貨が現実にも高くなる場合が多いことは事実である。金利高即為替高という図式が一般の頭にこびりつき、皆がそうした「期待」に基づいて直ちに反応するはずであると考え、

誰よりも早くそうした機会を捉えようとする動き（ケインズの言う美人投票）が出て、現実には為替高になるというケースも少なくない（バンドワゴン効果—期待の自己実現）。ただ、その結果が吉と出るか凶と出るかは先行きの為替相場次第ということである。

マネタリスト・アプローチがよって立つところは、以前述べたとおり「購買力平価説」である。購買力平価を説明する最も簡単な例が、英誌エコノミストが広めたハンバーガー平価であることはよく知られている。米国で1個2ドルのハンバーガーが、日本では1個100円であった（日米で同質同量）とすると、購買力平価は1ドル=50円である。もし米国の価格が変わらず、日本がデフレで価格が1個50円に下がったとすると、購買力平価は1ドル=25円と、2倍の円高となる。ハンバーガーを、多種多様なモノ・サービスが詰まったバスケットと考えてその価値を計算したものが物価指数であり、日米両国間の物価指数の変化率の比較から（相対）購買力平価が導かれる。

このように、購買力平価自体は単なる計算式、恒等式である。因果関係という観点からは、両国の物価の変化の差が原因ということになるが、マネタリスト・アプローチでは、そのことは両国の通貨量、したがってベースマネーを比較することと同義である。以前も述べたように、期待理論を導入すれば、実際に通貨量ないしはベースマネーが変化し、それが物価に反映されるまで待つ必要はない。ベースマネーが増えるであろうという期待が強まれば、通貨量が増えると理解され、通貨量が増えるという期待が生まれれば、物価が上昇するという期待が働いて、その段階で直ちに為替相場は変化する。円ドルの文脈で言えば、米国金融当局の緩和姿勢が日銀より強いという理由で（米国の通貨発行量が日本よりも多くなるはずだという期待が生まれて）米ドル安・円高となるというわけである。勿論、昨年秋口までの円高がこうした期待だけで生じたわけではない。当時米国経済の先行きは不透明で、なお出口が見えない状態にあった。ユーロ圏では南欧諸国の動揺が続いて、しばしば深刻な局面が現出した。こうした状態では、安全資産を求めてドル・ユーロから円への乗り換えが起こることは優に想像できる。経常収支黒字の縮小傾向というファンダメンタルズの変化は既に始まっていたはずであるが、当時は多くの人にとって、そのことが明示的に意識されることはなかった。ちなみに、日米間のベースマネーの増加率の違いが円ドル相場の変化と関連しているということを主張するのがソロス・チャートと呼ばれるもので、その信奉者も少なくないが、 15で見ると通り、それが当てはまる時期もあれば当てはまらない時期もあり、その間の関係は安定的とはいえない。また、理論的にもこれを跡付けることはできない。

安倍政権成立前後から始まった急速な円安化は、上で述べたような、いわゆる「行き過ぎた円高」の動きの反動と見ることができる。思い切った金融緩和を、という掛け声の下、期待は逆方向に動き始めた。この間に実際に新たな緩和措置が取られたわけでもないとい

う点に留意する必要がある。シェールガス・ブームに代表されるような米国経済の底力が改めて認識され出した。ECB の危機対応宣言によって、ユーロ危機は一応の鎮静化の様相を見せており、一旦円に逃避した資金の回帰も見られるようになった。ユーロ圏諸国の国債を無制限に買い入れる旨の ECB の宣言は、実行可能性が疑問視されるほどの徹底的な財政再建という厳しい条件付きであって、実際に買入れが行われたわけではない。ここでも期待が果たしている役割は大きい。

貿易収支の赤字化を主因とする経常収支黒字幅の縮小（2012 年中 4.7 兆円）は、成熟経済においてはほぼ必然的な現象（貿易収支の赤字を所得収支の黒字でカバー）として多くの人によって予見されていたことであり、それが現実化しつつあると見るべきであろう（その他に、原子力発電停止に伴う原油や天然ガスといった火力発電燃料の輸入増加という要因もあるが、これは一時的なものに止まらず、構造化することも考えられる）。この現象を眺めて、日本経済の危機とする意見もあるが、経常収支が赤字になったわけではない。また、日本だけは経常収支が黒字でなければならない（相手国は経常赤字を甘受せよ）という議論は一種の重商主義である。経常収支黒字の重要性を唱えながら、その反映ともいうべき円高を嘆くというのは矛盾していると言えないこともない。要するに、経常赤字を亡国の印と受け取るような過剰反応は慎むべきであって、国民生活にとってそれがどういう意味を持つかが重要なのである。

金融政策と為替相場との関係については、外為市場への介入について一言する必要がある。外為介入とは、以前外貨準備の有効活用に関連して触れたように、政府（外国為替資金特別会計）が円資金を調達し、それを外国為替市場で外貨に替える（円売り・外貨買い介入）、ないしは、外為会計が保有する外貨資金を円に替え、それによって為替相場に影響を与える（外貨売り・円買い介入）ことを目的とした行為（前者が円安化、後者は円高化政策）である。実際に銀行に対して円と外貨を交換する注文を出すのは政府の代理人としての日本銀行であり、しばしば日銀の介入などと報じられるが、介入の最終責任者（介入の決定・外貨勘定の保有）は政府である。

外為会計による円資金の調達は、基本的には同会計が発行する短期国庫債券（外為証券）を銀行に売却することによって行われる（緊急時には日銀が一時引き受けることがあるが、外為会計はこれを速やかに償還することになっている。その他、他の会計から余剰資金を借りることもある）。この場合、日銀におかれた銀行の預金（準備）は同じく日銀にある政府の預金に振り替わる。介入が行われると、外為会計の日銀預金は外貨対価に銀行の準備に振り替わり、円資金調達以前の元の状態に戻る。こうした介入に関する一連の行為は一般の財政資金の受払と同じであって、短期金融市場資金の増減要因であり、そのまま放置すると同市場の金利は乱高下する。

今、外為会計の円資金が日銀引受けによって調達され、円高防止のための介入が行われた（円売り・外貨買い）とすると、銀行の準備は積み上がり、金利低下要因となる。金利プラスの時代において、政策金利をある一定水準に維持するような金融調節を行っている場合には、介入によって金利が政策目標より低下することは好ましくない。そこで、日銀は準備を吸収するオペレーションを行うことになる。このオペレーションが、為替介入資金の「不胎化」と呼ばれているものである。準備の積み上げそれ自体が金融緩和策・円安対策となると考えていた向きは、こうした不胎化は右手のしたことを左手で打ち消すとしてみわめて批判的であった（非不胎化論）。ただ、膨大な準備が積み上がり、金利がゼロとなった状態にある現在ではこの議論は既に過去のものとなっている。

政府による為替市場への介入は、不測の事態で為替相場が乱高下している時、それを均して取引を円滑にすることを目的として行われる場合には広く認められている（最近の例としては、東日本大震災直後に発生した円の突発高に対して行われた各国協調介入がある）。しかし、意図的にある水準の為替相場を実現・維持することを目的とする介入は、（特に先進国の場合）国際社会から厳しい批判を受ける恐れがある。自国通貨の価値を意図的に操作するという事は、すなわち相手国通貨の価値を操作することと同義である。そして、通貨の発行はその国の重要な主権の一部である。外為市場への介入は、相手国の完全な同意と協調がない限り、同国主権の侵害として外交問題に発展する可能性があるほどの重要問題であることを認識しておく必要がある。円高が急速に進行する過程では、政府に介入を迫り、その対応の遅さを非難する声が続いたが、論者がそうした介入の持つ国際的意味を十分認識していたかどうか疑わしい。

同様のことは金融緩和政策による円安の実現についても言える。2013年2月のG-20の会合でも議論があったが、安倍政権成立以来急速に進行する円安については、一部に意図的な政策の結果ではないかとの疑いの目を向ける国も少なくなかった。こうした批判は、何年か前に米国の金融政策の運営に対しても向けられたもので、当時「国際通貨戦争」などという言葉が飛び交った（現在でも一部の国はこの言葉を使っている）。米国の超金融緩和によって生じた余剰ドルが新興国等に流出してその国の為替相場を押し上げ、輸出を阻害するだけでなく、国内で過剰流動性を生み、インフレの原因となっているというのである。バーナンキ議長はこれに対して、FRBの政策運営は、あくまでも金融面からの米国経済の活性化であり、ドル安を狙ったものではないこと、米国の経済活動の活発化は新興国経済にとっても利益があること、インフレ問題の原因はむしろ、為替相場を低位に置いておこうとする新興国自身の政策運営にあること、等の反論を行った。先般のG-20の席上、政府は、安倍政権下の金融緩和の主目的は国内経済の振興、デフレからの脱却であって、円安化それ自体が目的ではないと主張したが、結果的に相当程度の円安が実現し、そして

これを好ましいと見てきたことは事実である。政権の一部には、「あるべき」円相場の水準を具体的に挙げて、金融緩和によって「行き過ぎた」円高を是正すべきであると唱える向きも見られた。これを外部から見た場合、意図的な為替相場誘導・円安化政策の推進と見えたであろうことは否定できない。国際通貨戦争という誇大な表現には首を傾げる向きが多いが、金融緩和政策の推進であっても、その結果もたらされる為替相場の変化は容易に国際外交問題に発展し得るテーマであることを常に念頭に置いておく必要がある。

介入に対する国際的な拒絶反応を意識してか、一部に日銀による外債の大量購入を唱える向きがある。しかしながら、外債購入のためには日銀が外貨を市場で調達する必要があり、そのことは実質的に日本銀行のよる為替市場への介入と異なるところはない。日銀法の条文（第40条）から見て、介入権限が政府にあると理解されていることとの整合性も問題となる。論者は、こうした形で外債が購入されれば準備積み増しもより円滑に行われると考えているようであり、それはそれで一つの論点ではある（日銀が買い入れ対象としている短中期国債の不足は準備積み増しの妨げになる）が、そうまでして（外交問題に発展しかねない対外摩擦を起こしてまで）準備を積み増す必要はどこにあるかという反論が可能である。あるいはこれも、「思い切った緩和」期待への働きかけを狙った陽動作戦かもしれないが、既に円安が急速に進行し、最近ではその行き過ぎが心配されているような状況ではあまり意味のある議論ではない。

（4）政府と中央銀行の関係

安倍政権成立後のさまざまな出来事は、政府と中央銀行との関係という古くて新しい問題に改めて光を当てることになった。それに関連して、政府と中央銀行との間で何らかの「アコード」を締結する必要があるという主張があった。そもそもアコードとは、1951年に行われた米国財務省とFRB間の協定を指す言葉である（戦時中から続けられていたFRBによる国債価格支持政策を取り止めるとの協定）。その後、2009年3月に、FRBと財務省は連名で声明を発出したが、これは、折からのサブプライム危機下における金融財政当局の協調をうたうものであった（危機対応措置）。デフレ対応という意味での金融財政当局間の協調の例としては、2012年10月の民主党政権下の財務大臣と日本銀行総裁との間の共同声明（「デフレ脱却に向けた取り組みについて」）が記憶に新しい。そこでは、デフレから早期に脱却し、物価安定の下での持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であるという意識を共有することがうたわれている。具体的には、日本銀行は、当面、消費者物価指数の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せる段階になるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買い入れ等の措置によって強力に金融緩和を推進するとされた。

2013年1月、安倍政権下の政府・日銀共同声明（それをアコードと言うか協定と呼ぶかは言葉の綾に過ぎない）がそれ以前のものとは異なるのは、消費者物価上昇率が1%から2%

に変わり、それができるだけ速やかに達成すべき目標として明示されたという点である。目標の達成時期が長期的にはなく、できるだけ早期に、とされたところに、中央銀行による（国債購入増額を支柱とした）思い切った金融緩和を期待する気持が透けて見える。共同声明にはまた、経済財政諮問会議が物価の現状を今後の見通しについて定期的に検証すべきことをうたっている。これは日銀にとっては一つのプレッシャーであるが、物価の変動には金融以外の様々な要因があるということを一般に広く理解させるための機会として利用できるというメリットがあるかもしれない。日本銀行としては、その場で如何に説得力のあるプレゼンテーションを行うことができるかがカギとなる。

共同声明には盛り込まれていないが、安倍首相は、日本銀行は雇用の最大化にも責任を持つべきだとの信念の持ち主であるように見受けられる。その背景には、言うまでもなく、FRB が物価の安定と最大限の雇用確保という二重の使命（dual mandate）を課せられているという認識がある。安倍首相の脳裏には、できれば日本銀行法を改正して、物価の安定とともに雇用の最大化をその任務とし、それが実現できなかった場合には政府に総裁罷免権を持たせるようにしたいという希望があるのであろうと推測される。

1998年に改正施行された日本銀行法のうち、上記に関連する条文は第2条「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」である。日銀の立場としては、雇用の安定化・最大化は第2条でカバーされており、日本銀行は物価の安定を通じてそれを実現するという枠組みになっている。そうした意味で日本銀行も雇用にも責任を負っているということは否定しないが、それを超えて、非金融的要素によって決まる余地がより大きい雇用についてまで特定数値目標（たとえば失業率）を掲げてその実現を義務付けることは適当ではないということであろう。

アコード締結の問題に関係するのは日銀法第4条、第19条である。第4条は、政府との関係を規定しており、「通貨金融の調節が経済政策の一環であることを踏まえ、それが政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるよう、常に政府と連絡を密にし、十分な意思疎通を図ること」としている。一方第19条には、政策委員会金融政策決定会合への政府代表の出席と意見表明、それに、政府サイドからの政策委員会の議決延期請求権が記されている。日銀サイドから言えば、このような形で日本銀行の金融政策運営と政府の経済政策との整合性がうたわれており、かつ、政策委員会に政府代表の出席が認められていることでもあるので、それ以上文書による協定締結が必要であろうか、ということであろう。しかしながら、安倍首相としては、民主的な方法で選出され、国民の意思を背景とする政府の考え方に、国民から選ばれたわけでもない日本銀行が耳を貸さないということがあってはならないということであり、その意味で、第19条で政府に議決延期請求権しか与えられていないこと自体が納得できないというのが本音であろう。

議決延期請求権は 2000 年 8 月、ゼロ金利政策が解除された時に一度だけ発動されたことがあるが、日本銀行は直ちにこれを却下した。これを政府サイドから見れば、第 4 条があるにもかかわらず、日本銀行が勝手に行った越権行為と映ったであろうことは想像に難くない。後講釈の類となるが、日本銀行において第 4 条の存在を強く意識し、第 19 条の発動に至る前に何らかの手立てが講じられてしかるべきではなかったか、政府サイドもこれほど突っ張らずに、より穏便な形で事態を收拾できたのではないか、との感を禁じ得ない。

総裁罷免問題に関係するのは第 23~25 条である。そこでは、総裁・副総裁・審議委員は両議院の同意を得て内閣が任命するとされ、その任期は 5 年、そして在任中よほど特殊な事態にならない限り、その意に反して解任されることはないという形で身分が保証されている。以前述べたように、総裁だけを罷免しても意味がなく、審議委員のうち、政府の意向に従わない者全員を罷免するということがなければならなくなるが、仮にそのようなことが条文に盛り込まれるとしても、少なくとも両院の同意を得るだけの正当性がなければならないが、それは至難の技であろう。

日本だけでなく、どこの国においても中央銀行と政府との関係は微妙である。そもそも中央銀行制度は、国民の健全な生活の基盤である物価安定の任務が政党間の利害得失によって妨げられることのないように、政府から独立した機関に委ねることが適当であるという判断からできた制度であり、そのことは、長年にわたる成功と失敗の経験を経て今や国際社会共通の認識、普遍的文化の一つとなっていると言って過言ではない。日本銀行に対する安倍政権のプレッシャー（総裁罷免権・業務執行命令権を含んだ日銀法改正の可能性に言及）が国際的な注意を惹き、これに対する批判的な言説が見られることはそのことを物語っており、やや大げさに言えば、日本が文明社会の一員であるかどうかを見てみようという空気さえ感じられる。

その一方で、首相を頂点とする行政組織である政府は、その背後に国民の意思という強固な基盤を持つ。現実には、国民の意思が国会議員の、さらには首相の選出にどの程度反映されているかという問題提起はあろうが、少なくとも法律上の建前はそうになっている。この場合、国民によって選ばれたわけではない中央銀行の政策担当者は、どういう根拠で、またどの程度強く政府に対して物申すことができるのか。金利プラスの時代には、中央銀行が、確立した理論と長年にわたる経験を背景に、政府に対してある程度強く自己の考えを主張することができたが、その場合でも真っ向から政府に対抗するといった態度はできるだけ避けようとする態度であった（上記議決延期請求却下はむしろ例外的な出来事である）。ましてや金利ゼロという未経験の時代において、中央銀行自身が正しい道を探しあぐねて試行錯誤を繰り返している状態の下では、政府に対して説得力ある主張を行うことは

なかなか難しい。やはり基本的には、自己の知見をベースとして、政府の方針に含まれているさまざまなリスクを指摘し、それが顕現化しないよう、政府とともに注意深く見ていくということが最善の策であるように思われ、上記共同声明にはそうした趣旨が織り込まれているものとする。ちなみに、日銀法第 3 条は金融政策の「自主性」を尊重すべきことをうたっており、「独立性」とは言っていないところが意味深長である。

(5) 金融緩和政策終了時の諸問題（出口論）

時間が足りなくなってきたので、このあたりで終わりといたしたいが、最後に金融緩和政策を含めた政府・日銀の施策が成功し、経済活動が活性化した結果（あるいは円安の進行による輸入インフレ、資産価格バブルに発する一般物価へのスピルオーバーなどのために）、物価上昇率がターゲットである 2%となった、あるいはそれに近づいた時にどのようなことが起こるか、どういう問題があるかについて考えてみたい。今のところは頭の体操程度に過ぎないが、実際にそうした事態が接近し出した時、事態はそう簡単ではないことは念頭においておかなければならない。2%が接近した時に行動を起こすか、それとも 2%に達するまで待つか、2%を少々上回っても物価上昇基調を確実なものとするために暫く現状を維持するかは、以前述べた時間軸ないしは時間不整合問題に絡んでいずれ議論になるはずである。FRB では以前から出口問題を巡って活発な意見が交わされている。

問題はそうしたことに止まらない。まず第一に、中央銀行のバランスシートが大きく膨らんだままであるという事実が立ちはだかる。そのことは、銀行の準備が法定水準を超えて大きく積み増されていることを意味するが、それはすなわち金利がゼロ近辺にあることを意味する（金融緩和とはそういう意味であった）。ここで金利を引き上げるためには、バランスシートを急激に縮小する必要があるが、そのようなことは実際に可能か。バランスシートの資産サイドの主たる項目は長期国債であるが、それを急いで売却すれば、たちまち長期金利が上昇して、折角の景気回復に冷水をかけることになる。長期金利の上昇とは、国債等の証券価格の急落であるが、そうした証券を多額に保有している金融機関の財務内容は急激に悪化し、場合によっては経営困難、ひいては金融システムの動揺という問題を招きかねない。長期金利の上昇は、新規発行国債にかかる金利負担という形で財政収支悪化の要因となる。これらのことについては既に述べたとおりである。

それでは、バランスシートをそのままにしておいて金利を引き上げる方法はないのか。一つ考えられるのは、準備に付されている金利を引き上げる方法である。準備への付利水準の変化は当然他の金利水準に波及する。しかしながら、この方法は日本銀行の金利負担の増加、すなわち政府への納付金の減少要因であって、財政赤字拡大要因になる。準備への付利金利引き上げはいずれは一般の預金金利全般の引き上げにつながるはずであるが、それには相当のタイムラグがあり、その間は、金融機関だけに優遇措置を講ずるのかとい

う批判が予想される。

バランスシートを圧縮するまでには至らずとも、現状維持に止めようとしても問題が生ずる。以前も述べたように、現在日本銀行は、通常の金融調節の一環として長期国債を買い入れている（年 21.6 兆円）ほかに、基金による買い入れがあり、その額は漸次増加しつつある。前述したように、2013 年 1 月に決定された運営方針によれば、2013 年中は現行方式での買入を継続し（図 13）、2014 年からは、期限を定めず毎月一定金額（長期国債 2 兆円程度を含む 13 兆円の金融資産）を買い入れる予定である。日本銀行が財政赤字をファイナンスという意識はなくとも、実際は増大する国債発行を円滑に行うことができる強力な援軍になっていることは間違いない。今年度程度の財政赤字すなわち国債の発行は、物価上昇率がターゲットに達した後も続く。その際、日本銀行は、ターゲット達成を理由に、基金による国債の買い増しを拒否ないしは削減することができるか。こうした問題を抱えながら躊躇している間に次第にインフレの兆候が表れ、目標値の達成どころか、それがさらに加速していったら、ついにはコントロール不能となる事態も考えられないではない。

マネタリスト・アプローチ論者は、インフレの兆候が出たら金利を引き上げることで対応できる、インフレターゲットの存在はそうした時に錦の御旗として役に立つと主張するが、上で見たように、事はそれほど簡単ではない。政府は、こうした状況下でも国債の消化を促進する（長期金利の上昇を抑える）ために日本銀行に対して引き続き多額の国債買入れを要請することが予想される。現に、先の共同声明に盛られた政府サイドのなすべきことについての文言はきわめて生温く、コミットメントにはなっていない。一方において、インフレ防止のためにバランスシート縮小して金利を引き上げることを必要としながら、他方において政府からの国債購入促進を迫られた場合、日本銀行としては極めて難しい立場に立たされるものと思われる。マネタリスト・アプローチ論者は、中央銀行が超金融緩和の副作用に言及することに対し、期待に水をかけるとして批判的であるが、中央銀行に良心がある限り、現在行っている政策にどのような問題があり、どのような点に気を付けなければならないか、インフレ防止のためには政府サイドの財政規律の維持強化がいかに大切であるかを声を大にして言い続けるべきであろう。現にバーナンキ FRB 議長も、現在行っている非伝統的金融政策の利点（ベネフィット）と並んで副作用（コスト）について常に言及しており、この政策に含まれたリスクの存在に常に注意を喚起している。

世上しばしば、財政赤字などは気にせず、どんどん国債を出して公共事業等を行い、それによって景気を良くすればいい、という声を聞くが、現状を維持するだけでも年々国債残高は積み上がり、財政ポジションは悪化を続けている（図 16、17）。国債を発行するのは経済学的にはどういうことを意味するのかは、国家のバランスシートを考えてみるとわかる。単純化のために、間に入っている金融機関等をすべて捨象して考えると、国家のバ

ランスシートは、負債サイドには国債の時価総額、資産サイドには、現在から将来に至るまでの財政収支（財政余剰—現在価値に割引換算。ここでの財政支出には国債費は含まれない）が記録されているという形になる。国債を信頼しているということは、この左右が均衡状態にあることを信頼しているということに他ならない。ここで、何らかの理由でそれについての信頼が少しでも揺らいだとき、国債に対する信頼はアツという間に失われる。そのことは具体的には何を意味するか。この問題に関連して想起されるのは、一頃学界の関心呼んだ「物価水準の財政理論」であって、昨今の情勢を見ると、再びこの理論が脚光を浴びる可能性も出てきたような気がしている。このことについては補論で取り上げているので参考にして頂きたい。

国債への信頼ということに関連してよく耳にするのは、日本はギリシャなどとは違って国債の 9 割近くは日本国民が持っているのだから、外国人の国債売却などはたいしたことではない、という議論である（図 18）。しかし、極度に発達した現代金融社会では、実際に国債を保有しているかどうかは大して問題ではない。現在持っていない国債を売るという取引が可能であるためである。売りは現物・先物の両市場で可能である（現物市場の売りは国債を借り入れることで可能となる）。この結果生ずる国債市場の動揺を見た国内の国債保有者（金融機関が大部分を占める）がどうするかはわかり切ったことである。かくして国債価格は雪崩を打って下落する。以前見たように、価格と利回り（すなわち金利）は逆の関係にあり、価格の低下は金利の上昇を意味する。国債価格の下落は他の金融商品価格の下落を誘い、したがって金利は全般に急騰する。金利の上昇は言うまでもなく景気押し下げ要因であるが、それより怖いのは、銀行・保険・証券といった金融機関が持っている国債その他の金融商品の価格が下落することで、これら金融機関の財務内容はそれによって大幅に悪化し（保有証券は基本的に時価評価される）、金融システム全体が危機に陥って、預金の取り付け騒ぎや保険金支払い不能といった事態が起こる可能性がある。こうした状況の下では、株価は当然全面的に崩落しよう。これを見た外国人は保有している円の金融商品を叩き売るのであろうから、外為市場では円相場が急激に円安化するはずである。円高に悩んでいた人にとって円安は朗報かもしれないが、急速な円安は原材料やエネルギー価格の上昇を招き、それが経済活動を痛めつける（輸入インフレの発生）。外為会計はこれを放置できず、円買い介入に出ることになるが、そのことは外貨準備の減少を意味する。よく、IMF に助けてもらう、という話があるが、それはこうした状況が続いて外貨準備が枯渇した時である。

まるで地獄の黙示録といった光景であるが、問題はこうしたことが何時、どういうきっかけで起こるかわからない、ということである。その意味でこれは、昨今話題の東海・南海地震や富士山の噴火に似ている。いつも「狼少年」と言われるのはいい気持ではないが、全く起こる可能性がない、と言いきれないところにこの問題の怖さがある。ただ、自然の

脅威とは違って、人間が何とかできない話ではない。要は、先ほどの国家のバランスシートに対する「信頼」を維持することができるかどうかにかかっているからである。今すぐに全面的な解決策を講ずる必要がある、さもなければ大変なことになる、などと言っているわけではない。さしあたっては、少しでも、何でもいから、財政ポジション改善の努力を怠っていないという姿勢と、ある程度の結果を示すだけでいいのである。先般の消費税率引き上げについて、ある外国人投資家は、もしあの法案が通らなかつたら日本円を売る計画であったと言っていたそうであるが、ことほどさように、世界は日本の財政ポジション改善の努力に注目している。日本銀行としては、そうした政府の努力が目に見えてくるまで、インフレやバブル発生の危険には注意しつつも、現在のような金融緩和状態を維持することにコミットする、つまりは時間稼ぎをすることによって政府の努力を支援する、そういう姿勢にある。先般の、デフレ脱却に向けての政府・日銀の共同声明はまさにそれを表したものだと思えるべきであろう。堤防に穴が開いているのを見つけ、一晩中そこに手を突っ込んで洪水を防いだオランダの少年の話はよく知られている。この場合、この少年の行為がなければ現実に洪水が起こったかどうかは問題ではない。洪水を防ぐという目的で少年が行ったこと、その精神・姿勢に皆が感動したのである。

なお、たった今言ってきたことをひっくり返すようなことで恐縮であるが、悲劇の発生を防ぐ方法がないわけではない。国債を初め金融商品の価格が急落し出した段階で、日本銀行が無制限にそうした商品を買占める、というのが一つの手である。それによって金利の急騰はある程度止めることができるし、金融機関を初めとする企業の財務内容の悪化を防ぐことはできる。さらには、(姑息な手段ではあるが) 会計法を改正して時価評価を一時止めるということも考えられる。IMFの支援などと言ったが、中国に次いで多額に上る外貨準備がそう簡単に枯渇することは考えられない。あまりそういうことを言うと、何だ、たいしたことにはならないではないか、と言われそうであるが、こうした状態が如何に異常なものであるか、世界はそれをどういう目で見るとであろうか、ということを考えてだけでも、万が一にもそうした事態に陥ることのないように努めなければならないという気持ちが高まるのは小生だけではないはずである(了)。

{補論1} ワルラス法則

マネタリスト・アプローチをとる論者がしばしば援用する理論に「ワルラス法則」というものがある。アカデミックな正確性を無視してごく大雑把にポイントだけを述べれば次のようになる。

「完全雇用下で需要と供給が全て一致している経済体系を考える。この経済体系は貨幣経済と実物経済とで成り立っている。もし、実物経済において、{財・サービスに対する需要<財・サービスの供給}である(すなわち、デフレギャップが存在する)とすると、そ

のことは、(経済全体として均衡している以上) 貨幣経済において {貨幣に対する需要>貨幣の供給} であることを意味する」。

ここからもわかるように、この法則は恒等式であって、事後的に存在する現象を説明してはいるが、それ自体何かを主張しているわけではない。その意味で、そもそもこれを「法則」と言っているかどうかという問題がある(経済を実物と貨幣の二元論で考えることの妥当性についても吟味の必要があるが、そのことはさておき)。一部の、マネタリストはしかし、デフレギャップが存在するのは貨幣供給が不足しているからだ、デフレギャップを解消するためには、マネタリーベースを増やし、貨幣供給を増加させなければならない、という主張を補強するための手段として(関係式として)この法則を利用する。以前マネタリスト・アプローチを論じた際に、原因と結果の関係についての論者の理解に疑問を呈したが、ここでも同様の疑問がある。言い換えれば、事前的な「意図した需給」と事後的な「現実の需給」との混同である。完全雇用下の「法則」を現実の不完全雇用経済にあてはめていいかどうかという問題もあるが、それは本質的な問題ではない。

{補論 2} 物価水準の財政理論

本文で、財政ポジションの著しい劣化とそれがもたらすものについて触れたが、その際に想起されたのが「物価水準の財政理論」であった。ここでも極端に単純化された表現を用いるならば、「金融政策はその時々物価水準に影響を与えることが出来るが、均してみればゼロサムである。究極的な物価水準は、一方において財政赤字(とその集積である国債残高)が政府の徴税能力と等しくなるような点で決まる」とするものである。本文ではこれを、現在から将来に至る財政余剰(の割引現在価値) = 国債の時価総額という式で表現した。現実の徴税力が、税制上の欠陥あるいは政治的要因に基づく政府の不作为によって制約を受けているとすると、この式が成立するためにはインフレ税によるしかない。インフレーションは債権者(国債保有者)の犠牲において債務者(政府)がその恩恵を蒙る現象である。従ってそれは、実質的に見れば課税に等しい(「リカードの等価原理」はこうした形で実現しているとも言える)。本文で「地獄の黙示録」について述べた時にはこうした可能性にも言及すべきであった。勿論、これは、上の式の左辺と右辺が一致するためには理論上そうならざるを得ないということであって、今日明日にも現実に起こるという問題ではないが、財政赤字を放置した場合には(そして、財政節度の弛緩を側面支援するかどうかとき中央銀行による国債の大量購入を続ける場合には)最終的にどういうことが起こるかということを考える際には常に念頭に置いておく必要がある(このことが現実化した例として、戦後の大インフレによって、それまでに発行された国債が紙切れと化したことが想起される)。