

目黒シルバー大学会 講演要旨
「日本の金融政策」

I. はじめに

- * 昨年 11 月にお邪魔して以来今回で 2 度目ということで、この会も一段と身近なものに感じられる。
- * 前回は財政について何かお話をということであったが、本日は金融問題について論ぜよというご注文である。小生としては、両々合わせて財政金融論としてひとまとめにする機会を与えていただいたということで、大変感謝している。
- * それにしても、目黒シルバー大学の参加者皆様方の、「何でも知ってやろう」という積極的な姿勢はきわめて印象的である。このことは前日も申し上げたが、本日も早朝から多数お集まりいただいたことに圧倒されている。我が身を振り返って反省させられることしきりであって、これから頑張らなければならないと感じている。
- * 驚嘆ばかりしていても始まらないので、さっそく本日のテーマに移らせていただく。

アベノミックスー三本の矢

- * ご承知の通り、昨年暮に民主党から自公連立への政権交代という大きな出来事があった。選挙運動の過程で、安倍党首が「長引くデフレは、日本銀行がドンドン銀行券を印刷すればすぐ克服できるのに、それをやらないのは日銀の怠慢である。自分が政権をとったら、直ちに思い切った金融緩和策を実行する」と叫んでいたことはご記憶のことと思う。
- * その安倍政権は発足後、いわゆる「三本の矢」と称する政策スローガンを掲げて日本経済の立て直しに邁進するという姿勢にある。ご存じの通り、三本の矢とは、「思い切った金融緩和」「機動的な財政運営」それに「成長戦略・産業構造の改革」を指す。
- * このうちの、「思い切った金融緩和」が本日のテーマとなるわけであるが、安倍政権は、たまたま 3 月に任期の切れた白川総裁以下の日銀首脳部を入れ替え、自らの考えに近い黒田総裁を任命し、国会の同意を得た。黒田体制には、かねてから積極的なリフレ論を唱えていた岩田教授が副総裁として加わった。もう一人の副総裁（中曾）は日銀プロパーとして内部を固めるという布陣である。

*黒田体制は就任早々、2%というインフレターゲットをできるだけ早期（できれば2年内）に実現するために、大量の長期国債を買い入れる、金融市場調節の操作目標をこれまでのコールレートからベースマネーに切り替える、という政策を打ち出した。2%というターゲットは白川体制の末期に政府・日銀の共同声明という形で打ち出されたものであり、黒田体制はそれを受け継いだものである。

*ここまでの経緯はすでにご存じのことであるが、問題は、このことがどういう意味で「思い切った金融緩和」なのか、そうした政策が本当に物価を上昇させ、景気を良くしてデフレから脱却できるものなのかどうか、ということである。

*この問題を巡っては、いろいろな人がいろいろなことを言っており、これを「百花繚乱」というかそれとも「百鬼夜行」というかは人によって受け止め方が異なるが、我々も自分なりにある程度の考えをまとめておく必要がある。白川総裁から黒田総裁への交代を巡る議論であるために、これを「黒白をつける」などと茶化する人もいる。

*ところで、この問題について自分なりの考えをまとめるためには、通貨・金融、とりわけ金融政策についてのある程度の基礎知識が必要であって、それなくしての議論は単なる「床屋政談」になってしまう恐れがある。そこで、やや遠回りながら、まずは基礎的な概念からスタートすることとしたい。そんなことは分かっているという方々は目をつむっていただきたい。

II. 若干の基礎知識

金融とは

*金融政策を語る以上、金融とは何かということを固めておく必要があるが、大雑把に言えば、「金融とは通貨の貸し借りである」ということができる。通貨を貸すと、貸し手は借りた人に対して、「いずれ返してもらおうぞ」という意味での権利すなわち「債権」を持ち、借り手は「いずれ返さなければならない」という義務すなわち「債務」を負う。ということで、債権債務の塊とでもいうようなものが出来上がるが、金融取引とはこうした塊のやり取りだと考えることができる。

通貨とは

*そこで問題になるのは、貸し借りの対象である「通貨」である。ここで、先ほどの安倍首相の「銀行券をドンドン出す」という発言が出てくるわけであるが、我々は、通貨というどうしても銀行券（日銀券）あるいは貨幣（コイン）、すなわち「現金通貨」を考えてしまう傾向がある。それらが目に見え、手で触れるから無理もないのであるが、通

貨は実はそれだけではない。それどころか、通貨の大部分は目に見えず、触ることもできない。それが「預金通貨」である。預金が通貨であるという変な顔をする人が多いが、日常生活では給与の振込、代金の送金、請求された金額の引き落とし等々相当程度の取引が普通預金口座を通じて行われている。通貨の機能の第一は「交換決済手段」であるが、まさにそうした機能を十分に果たしているという意味で、預金通貨と現金通貨とは変わることはない。ちなみに、通貨の機能の第二は「富の蓄積手段」である。このことについては説明の必要はない。

*ただ、預金であれば何でも通貨として使えるかという点、そういうわけにはいかない。そこで、当座預金とか普通預金とかだけを取り出して「預金通貨」とし、定期預金のように、一旦普通預金にしないと使えないものを「準通貨」というようにグループ分けしている。通貨の中で、預金通貨と現金通貨とがどの程度のウエイトになっているかを示したのが図表1である。ここからもわかるように、預金通貨のウエイトが圧倒的に高い。よく目にする M1 とか M3 とかという記号は通貨残高（マネースtock）の頭文字である。現金通貨の中では銀行券のウエイトが圧倒的に高い。ここにある CD というのは、音楽を聴くためのものではなく、大口の定期預金であって譲渡可能なものであるが、プロの間でやり取りされる何億円という代物で、われわれの日常生活には関係ない。

*ところで、この現金通貨・預金通貨は誰が作り出し、誰がその発行高を決めているのであろうか。この問題を学生に出すと、直ちにそれは政府だとか日本銀行だとかいう答えが返ってくるのであるが、それは誤りである。この点をまず押さえておきたい。

*先ず現金通貨であるが、実際に製造しているのは造幣局（コイン）とか印刷局（銀行券）といったいわゆる「業者」であり、それが日本銀行の金庫に持ち込まれる。そこから民間銀行等を経由して外部へ出ていく。どの程度出ていくか、つまり発行されるかは、我々がそうしたコインや銀行券をどれだけ必要としているかによって決まってくる。そのことは、ATMの前に立って、現金を出そうか戻そうか考えている自分を想像してみればすぐわかる。銀行等の ATM と日本銀行の金庫とは直結している。つまり、この局面では日本銀行は完全に受け身である。

*ちなみに、銀行券の発行者は日本銀行である（日銀券）が、貨幣（コイン）は政府（国）という分担になっている（発行者は表面に印刷・刻印されている）。どちらも通貨であるが、そもそも通貨の発行権は国の主権の重要な一部である。偽札作りが厳しく罰せられるのは、それが国家主権の侵害になるからである。しかし、どの国でも銀行券の発行は中央銀行に任されている。それは何故か。このことは、「中央銀行の独立性」に絡む問題であって、後ほど出てくるので記憶しておいていただきたい。コインはどちらが発行し

てもいいのであるが、いずれにせよ少額でウエイトが低いということで、昔からの慣行で政府の仕事とされている。

* それでは現金通貨は我々が望めば無限に出てくるのか。答えは勿論否である。ATMから現金を出そうとしても、預金残高がなければ出てこないからである（ある人がATMをドンドンと叩いて、「出ないぞ！」と叫んで銀行員が駆け付けたという笑い話がある）。とすると、先ほどの安倍首相の「日銀がドンドン銀行券を出せばデフレは克服できる」という発言は妙なことになるが、まさか彼が本気でそう信じていたわけではあるまい。

* では、銀行券の元になる預金通貨はどうやって作られるのか。現金通貨と違って預金通貨は目に見えないだけに厄介であるが、一言で言えば、預金取扱金融機関（その代表は銀行である）が顧客に対して貸し出しを行う、あるいは銀行が、顧客が発行ないしは保有している手形や債券といった証券を買い入れれば預金ができる。この貸出や証券購入を銀行等の「信用供与」という。

* それでは、預金通貨は銀行等が自由に無限に作り出す、つまり「信用創造」をすることができるのか。答えはここでも否であるが、実はそのメカニズムが金融政策に関係している。そのカギを握っているのが「準備」（リザーブ）である。

準備とは

* 「準備」とは、銀行等が日本銀行においてある当座預金口座の残高であるが、その水準に影響を与える要素が三つある。「財政収支」「銀行券の出入り」それに「準備預金制度による準備の積立義務」、である。

* 準備の水準を左右する要因としては、まずは政府の財政収支がある。我々が納める税金は、銀行を経由して政府に集められる。具体的には銀行の日銀預金すなわち準備から、政府が日銀に持っている預金口座（政府当座預金）に振り替えられる。年金等政府が我々に支払う場合は、同じく日銀内で政府預金口座から銀行の日銀預金への振り替えが起こり、そこからわれわれの預金口座への振り込みが行われる。このように、政府の財政収支は銀行の準備水準を左右する大きな要素である。

* 銀行準備に影響を与えるもう一つの要素は銀行券（コインもここに含めて論ずる）である。先ほど見たように、銀行券の発行高を決めるのは我々であるが、銀行はそれに備えて、準備を取り崩して（日本銀行にある預金口座を引き落として）銀行券に替えて、自分の金庫なりATMにおいておかなければならない。銀行券の発行残高は、年末年始、催事や祭事など季節的な要因で大きく変動する。したがって、そのまま放置すると準備残

高も大きく変動する。銀行券が出回るということは、我々の感覚からいうと金融が緩和しているような印象であるが、銀行にとってみれば準備の減少、すなわち金融がタイトになるということを意味する。

*最後に準備預金制度に基づく積立義務がある。準備預金制度は銀行等の預金取扱金融機関に対し、顧客預金の平均残高に対して一定の比率の金額を日本銀行にある自分の当座預金口座においておくことを求めている。これは昔の預金保護の名残であるが、今では預金保険機構が顧客の預金を一定額まで保護しており、準備預金制度にはそうした意味はない。この比率自体はそれほど大きなものではない（顧客預金の1%以下）が、今述べたように、準備は財政収支や銀行券の出入りで大きく変動するため、法定準備を満たすことができない場合も出てくる。そうした銀行等は、他に余っている銀行から準備を借りてきて、法定義務を満たさなければならない。

*このように、準備すなわち日本銀行におかれた銀行等の預金は銀行間で貸し借りの対象となり、需要と供給の関係に基づいてその金利が変動する。全体として準備が不足する場合には、日本銀行が銀行に準備を供給し、余った場合にはそれを吸い上げなければならない。そうしないと、この準備の貸し借り市場での金利が大幅に変動するからである。これが日銀の「金融調節」と呼ばれている操作（オペレーション）であって、伝統的な金融政策においては根幹をなす手法であった。この準備の貸し借り市場が「コール市場」と呼ばれているものであり、そこで決まる金利が「コールレート」である。

*後に触れることであるが、現在銀行等は法定準備を遥かに上回る水準の準備を積み上げており、その結果、コール市場における金利はほぼゼロという日が続いている。準備が有り余っているのに日銀は何故これを吸い上げないのか。これが「非伝統的金融政策」と呼ばれているものの一環であって、このことについてはいずれ取り上げる。

*もう一言、後で出てくる話に関係することであるが、銀行の準備が取り崩されて現金になるとすれば、準備と現金は同類であるということになる。そこで、この両者を合わせて、「マネタリーベース」あるいは「ベースマネー」と称する。なぜベースというかということであるが、これが通貨全体の大元になるという発想法である。このことについては、後に触れる。

金利とは

*今金利の話が出たので、これについて一言しておく。学生に「金利」とは何かと聞いてみると、銀行は我々が預けた金を使って儲けているのだから、その分け前をもらうのは当然だ、というような答えが返ってくる。しかし、こうした理解は正確ではない。

*金融取引とは、債権債務の発生と、そうした塊のやりとりであるということは先ほど述べたとおりであるが、貸し借りである以上、そこには当然リスクがある（預金も一種の貸し借りであるから同様である）。リスクにはいろいろなものがあるが、まずは貸した（預金した）金が戻ってこないかもしれないという「信用リスク」がある。仮に、全く同じ条件の定期預金について、A銀行は年5%の金利を付け、B銀行が年3%の金利を付けたとすると、そのことは、A銀行の信用度がB銀行より低いということを意味している（信用リスクが高い）。金利が高いからと言ってA銀行のオファーに飛びつくというような話ではない。高い配当や利息支払いの約束でお客を釣るインチキな話に引っかかってはいけない。その裏側には必ず高いリスクが潜んでいる。

*次に、手許に現金を置いておけば、何時でも何でも欲しいものが手に入るのに、貸してしまうとそれができなくなるというリスクもある。これが「流動性リスク」である。貸出や預金については元本が変動することはないが、債券などは日々市場で売買が行われているため、その価格が変動する。したがって、場合によっては損失が生ずる。こうしたリスクが「市場リスク」である。外国通貨の売買すなわち外為取引について生ずる「為替リスク」もこの市場リスクの一種である。その他、貸した金が戻ってくるまでの間にはいろいろなことが起こるかもしれない。こうしたリスクを一括して「期間リスク」ということもある。

*こうしたリスクのやり取りである以上、そこには当然見返りというものが問題になる。リスクを引き受けることに対する代償、それが「金利」である。「利子率」「利回り」などと言う場合もある。金利は契約の初めから決まっているもの、利回りは取引が終了して初めてわかるもの、というように使い分けられるが、本質的には同じことである。配付資料には、債券投資を例にとって利回りの計算方法を示してある{年間収益(利息プラス売買損益の年平均) / 投資(購入)元本}が、ここからもわかるように、発行され、取引所に上場された債券は債券市場で自由に売り買いされ、その価格は日々変動する。そのことは利回り(金利と言い換えてもいい)が変動することと同じであるから、債券投資に伴う市場リスクは金利リスクと言い換えることもできる。債券価格の高低と利回りの上下とは(方向は逆であるが)全く同じ意味である。

資金循環

*金融は通貨の貸し借りであるが、通貨が余っている経済主体(個人・法人)を「資金余剰主体」、不足しているものを「資金不足主体」という。両者の間の関係を示したものが「資金循環表」というものであり、金融の全体像を示すものとして極めて便利なものである。ここで「資金」とは、通貨を運用・調達という観点から見た場合の呼称である。

図表 2 の右側は資金余剰主体、左側は資金不足主体であるが、家計部門を例にとれば、預金や証券を持っている一方で住宅ローンを抱えている、といったことが通常であるため、この表の両側に出て来ている。よく、日本の家計は 1500 兆円の資産を持っている、などと言われるが、それはこの右側の数字を指している。民間非金融法人とは一般の会社などであるが、これも両側に出る。政府も同じである。真中は銀行や保険会社等の金融機関ないしはそれに準ずる組織（年金基金等）であって、両者の間に立って仲介役を果たしている。このことについては後に触れる。

*この表を見ると、貸し借りをネットしたベースでは家計部門が大幅な資金余剰、企業部門と政府部門が資金不足であることがわかる。ただ、これは今までの蓄積の結果を示す残高（ストック）ベースであって、年間の余剰不足を示すフローベースでは、近年家計部門だけではなく、企業部門も資金余剰になっていることに注意する必要がある。つまり、設備投資等を行おうとしても銀行借入に頼る必要はなく、手元の資金で賄うことができる企業が増えてきているということである。このことは後に出てくるデフレ対策の話に関係するので、これまた記憶しておいて頂きたい。一方政府部門は、フローでもストックでも大幅な資金不足状態にある。中央政府の毎年の予算では 40 兆円を超える赤字を出しているし、国の債務が 1000 兆円前後に達し、国民一人当たり何百万円もの借金を抱えている、などと言われているのはご承知の通りである。

*資金は余剰部門から不足部門に直接流れることもある（たとえば株式・債券投資）が、間に金融機関が入って一旦その資金を預かり（預金・保険料・信託）、それを不足部門に貸し出すという仲介役を務める場合が多い。前者を「直接金融」、後者を「間接金融」ということはご存じの通りである。直接金融の場合も間に仲介役、たとえば証券会社がいるが、これは単なる取次（メッセンジャー）に過ぎず、自分のバランスシートが変化することはない。

*この図表 2 はいろいろなことを教えてくれる。たとえば、家計部門は若干国債を持っているが、それだけではなく、預金・保険料・信託等の形で託された資金で、金融機関が大量の国債を購入していることが見て取れる。政治家はしばしば、「家計部門は 1500 兆円の資金を持っているから少々国債を出しても大丈夫だ」などと言うが、実は 1500 兆円はすでに何らかの形で使われているのであって、タンスの中にしまわれているわけではない。

金融市場

*金融市場は金融取引が行われる「場」であって、それはどこでもよい（兜町や大手町といった特定の場所ではない）。極端なことを言えば、それはコンピューターの中に存在す

るといってもいい。

- * 金融市場は、そこで取引される金融商品の満期までの期間によって、「短期金融市場」と「長期金融市場」とに区分される。慣行で、短期は満期まで1年以内、長期は1年超ということになっている。前者の例がコール・手形・CP（短期社債）・短期国債（短期国庫証券）市場であり、後者の例が債券・株式市場である。銀行等が長期の資金を貸し出せば、それは長期金融市場取引となる。

金融商品

- * 金融市場で取引されるのが「金融商品」と称される債権債務の塊であり、いろいろな商品名がついている。預金・貸出・保険・信託（投資信託を含む）・債券・株式すべて金融商品である。商品と言っても目に見え、触ることはできない。それらはすべて電子化され、取引はコンピューターの中で処理される。先ほど市場はコンピューターの中にあると言ったのはそういう意味である。

- * テレビではしばしば、国債が印刷機から続々と吐き出されてくる絵が映し出される。国が大きな借金をしていることを印象付けるにはいいかもしれないが、実際には国債はペーパーレスである。株式も同様で、今や紙でできた株券などは骨董品扱いである。

- * 金融商品には、元になる取引、たとえば預金とか貸出とかの他に、そこから派生してきた取引もある。これらは「金融派生商品」（「デリバティブ」）と呼ばれており、その種類には数限りがないが、代表的なものには、一定の金額を払えば、ある取引、例えば売買とか貸借とかを途中でキャンセルできる権利そのものを売買する「オプション」、先行きある取引を一定条件で行うことを現時点で約束するが、途中で反対取引を行ってそれを消してしまうことができる「フューチャーズ（先物）」といったものがあり、それぞれ市場が成立して活発な取引が行われている。

III. 金融政策の決定と実行

- * これまでのところでおおよその基礎知識が整ったので、これからいよいよ本題の金融政策の話に移りたい。

- * まず、金融政策は誰が決定しているかということであるが、学生に聞くと、すぐ日銀総裁という答えが返ってくる。確かに金融政策が話題になる時には総裁の出番は多く、総裁が決めていくような印象があるが、実際に決定権を持っているのは日本銀行の政策委員会を構成する9人の審議委員である。総裁・副総裁2人もその中に入っているが、あとの6人は様々なバックグラウンドの人が選ばれている。任命は内閣であるが、国会

の同意を必要とする。任期は 5 年であって、よほどのこと、例えば犯罪行為や心身不随といったことがない限り解任されることはない。総裁は政策委員会の一員として採決に参加する。したがって、理論的には総裁の提案が否決されるということもあり得る。こうした委員会による決定という制度は多かれ少なかれ各国中央銀行共通である。

* こうした仕組みになっているわけであるから、一部の人が言うところの、日銀法を改正して、政府が気に入らない政策を行っている総裁を罷免することができるようにすべきだという議論が如何に的を外れているかがわかる。もしそういうことをしたければ、気に入らない審議委員全員を解任せざるを得ず、当然そうした委員の任命に同意した国会との絡みで大問題に発展することは明らかである。

* 総裁が審議委員の一人だからといって、だから総裁の地位は低いなどと言っているわけではない。総裁は、外部に対して政策委員会の総意を代表して発言し、日本銀行という大組織の長として日々の業務の指揮を執る。スタッフの人事権も勿論握っている。国際金融界における日本の顔という役割もある。総裁を選ぶに際しては、この国際性という点で、アジア開銀総裁であった黒田氏が断然優位に立ったということをご承知の通りである。総裁にふさわしい人格識見を備え、最新の金融理論をマスターしているかどうかということも判断の基準となる。

* このテーマは、実は「中央銀行の独立性」にかかわる問題である。中央銀行は元々民間銀行であったもので、その中の一つが、軍費の調達とか特定産業の育成といった政府の目的に奉仕するものとして、通貨の（つまり銀行券の）発行権限を独占的に与えられ、特別の地位を享受することになったものである。それまでは民間銀行がそれぞれ銀行券を発行していた。銀行券は元々、当時真の通貨とされていた「金」の預かり証であった（金本位制度）。時代を経るにつれて金の地位は後退し、代わりに人間がその判断で通貨の量を管理する、現在の管理通貨制度が出来上がってきたのである。

* やがて時代を経るにつけて、通貨を発行する権限を持った中央銀行が、利害と思惑が渦巻く政治の世界に巻き込まれた結果、大インフレを起こして国民を塗炭の苦しみに陥れたという経験を何度も積み重ねてきた結果、この銀行を政府からある程度の距離を置いた組織とし、これに、自己の判断で自主的に金融政策を運営する権利を保証することとした。これが現在の中央銀行であり、「中央銀行の独立性」とされている原則である。

* しかしながら、このことについては、金融政策が一国の経済政策の一環であるという点で問題が生ずる。しかも、経済政策全般の運営責任を負っているのは中央政府であり、その指揮官は内閣総理大臣である。そして、首相は国民の民意によって選ばれた国会議

員の集まりである国会によって任命される。確かに、一人一票問題その他、こうしたメカニズムが真に国民の意思を表すものであるかどうかについてはいろいろ問題があることは事実であるが、少なくとも法制上はそうなっている。それが代表民主政治制度というものであり、それを受け入れる限り、国民の総意の洗礼を受けていない中央銀行の政策担当者が、(たとえ独立性を尊重すべきだといっても) 国の経済政策と相反する行動をとることはできない。究極的には政治的行為である国の経済政策、その一環である金融政策を、政治の波に巻き込まれないようにしつつ運営するということはどういうことなのか。この問題が提起しているところはきわめて深く、かつ重い。

*現在の日本銀行法は、この問題に対して次のような形で対応しようとしている。

先ず第一は、すでに述べた総裁をはじめとする政策委員会審議委員の、内閣による任命と国会の同意という手続きである。こうした形で民意は間接的に反映されているという建前になっている。

第二は、政府と日銀との間の緊密な意思疎通である。日銀法第4条は、日銀に対し、金融政策が国の経済政策の一環であることを踏まえて、それが経済政策の基本方針と整合的なものとなるよう、政府との間で連絡を密にし、十分な意思疎通を図ることを求めている。これは両組織が日常心がけ、実行していることであるが、先般の政府・日銀の共同声明は、改めてそれを形のあるもので表したという意味を持つ(そうまでする必要があったかという議論はある)。日銀法はさらに、政策委員会の金融政策決定会合に、経済財政政策担当大臣が出席して意見を述べるような仕組みを整えている。

第三は、政府に、議案提出権と政策委員会の議決を延期するよう求める権利(議決延期請求権)を与えていることである。ただ、こうした規定は、両者間の日々の意思疎通が円滑に行われていれば発動する必要はないはずで、両者の間がよほど険悪になればともかく、出来ればそうした場面は避けたいというところであろう。この権利は2000年に一度発動されたが、政策委員会はそれを否決し、大きな話題になった。数年前に、10年の閉鎖期間(embargo)を経て当時の議事録が公表され、当時の誰がどういうことを言っていたかが明らかになったので、覚えている方もおられよう。今回も、白川時代述べていた各審議委員の見解が黒田体制になってどのように変化したか(あるいは変わっていないか)が10年後には明らかになるはずであるから、事後的にはあるがその人の人格識見が問われることになる。考えてみれば厳しい話である。

*ことほど左様に、中央銀行の独立性という問題は複雑微妙なところがあり、実際の運営に際しては頭を悩ますことが多い。「言うは易く行うは難し」の典型である。日本銀行法は、日本銀行の「自主性」を尊重すると言って、「独立性」とは言っていないが、そこにこの問題の難しさが潜んでいる。ちなみに戦時下の立法である旧日本銀行法では、大蔵大臣に日本銀行の役員解任権と業務執行命令権とが与えられていた。日銀法改正(1998)

前までは、世界の中央銀行の中で独立性が認められていない例の一つとして、しばしば言及されたものである。

* さて、本題に戻ろう。金融政策決定会合で下された金融政策運営方針は執行部に指示され、実行に移される。問題はここから始まる。黒田体制以前の白川総裁までの方針は、「政策金利」を一定水準に維持する、ということであって、それが執行部に指示されていた。

* ここで「政策金利」とは、先ほど出てきた短期金融市場の中のコール市場、すなわち日銀当座預金の貸し借りが行われる市場の金利、すなわちコールレートの中で、最も中心の取引であるオーバーナイト物 (0/N < 翌日物 >—今日借りて明日返す) の金利を指す。その昔は、銀行が日銀から借り入れる際の金利である「公定歩合」というものが政策金利であった時代があったが、今ではこの言葉は死語になっている。

* 白川総裁時代の執行部に対する指示は、この金利を 0~0.1% に保つように、ということであった。つまりは「実質ゼロ金利政策」である。執行部は、短期金融市場において、金融機関を相手に主として短期の証券を売買することによってこの金利の実現を図ってきた。これが先ほども触れた「金融市場調節」と呼ばれる操作である。日銀が保有する短期証券を市場で売れば、それを買う銀行は準備を取り崩すことになる（金融引き締め—コールレート上昇）。逆に日銀が、銀行が保有する短期証券を市場で買えば、銀行の準備は増加する（金融緩和—コールレート低下）。

* ただ、白川時代でも、短期の証券の売買だけではなく、銀行から相当程度の長期国債を買い入れていたことは事実である。長期国債の買い入れは、昔から通常の金融調節の一環として行われていた（年間 21.6 兆円）。経済が発展するにつれて銀行券に対する需要も増えていくはずであるが、そのことは銀行の準備が減少することを意味する。短期金融市場金利を一定水準に保つためには、その分（構造的な準備不足要因）は長期の債券を買い入れることによって補充しておかなければならないという発想法である。

* 長期国債の買い入れは、それだけではなく、特別の基金（「金融資産等買入基金」）によっても行われていた。この基金は、デフレ脱却・円高防止を主目的として 2010 年に創設されたものであるが、基金とは言っても、基金が買入れた金融資産は日銀の通常のバランスシートの中に混在している。図表 3 が示すように、基金による長期国債の買い入れ額は漸次引き上げられていった。基金はその他にも、社債や CP, ETF, J-REIT といった民間証券をも買い入れている。2013 年 1 月 22 日の決定は、白川時代の最後に近い頃のものであって、これが黒田時代に拡大されて引き継がれていく。

*白川時代の金融政策を複雑にしていたのは、通常の金融調節とは別に、この金融資産等買入基金による買い入れが行われていたことによる。この基金は、景気が低迷しているにもかかわらず円高の進行が止まらず、経済界からは悲鳴が上がるという状況の下でとられた一種の危機対策とでもいうべきものであって、日銀としては臨時的・暫定的な措置という認識であった。基金の証券買入額には一応上限が定められていたが、この上限は円高が進行する都度引き上げられ、相当な規模に達していた。臨時的措置ということで、この基金が買い上げる長期国債についてはいわゆる「日銀券ルール」の枠外とされた。

*「日銀券ルール」とは、日銀が保有する長期国債の残高が銀行券発行残高を上回ることのないように、というものである。このルールは、日本銀行があまりに大量に国債を買い入れては、日本銀行による財政赤字をファイナンスするのと同じことになり、財政節度が弛緩してインフレの原因になるため、それを防ぐという趣旨で、政策委員会が決めた自主規制とでも言うべきものである。このルールにはその他に、銀行券の裏付けとしては、最も信用度の高い国債が必要であるとか、金融調節上の技術的な要請といったこともあるが、基本は、政府に対して財政節度の維持を要請するという性格のものと考えることができる。図表 4 が示すように、基金による長期国債買入によって、日銀の長期国債保有総額は銀行券発行残高を上回るに至っているが、基金による分はあくまでも臨時例外措置という位置づけであった。図表 4 では銀行券が日本銀行の負債であることが示されている。外部に出れば資産である銀行券が日銀の負債になっていることについては、その昔、銀行券を金に替えることができた時代（兌換券）の名残と考えれば理解できる。まさかこの中には、日銀本店に出かけて行って、銀行券を金に替えた経験をお持ちの方はおられないであろうが・・・

*これに対して、黒田体制下では、「政策金利」を操作目標にするのではなく、日銀当座預金と現金発行残高の合計である「マネタリーベース（ベースマネー）」の年間増加額を目標にする方法をとっている。具体的には、マネタリーベースを年間 60～70 兆円増やすこと、その手段の一つとして、長期国債をこれまでより多く買い入れ、その保有残高が年間 50 兆円のペースで増加するよう金融市場調節を行うというものである。買い入れ対象となる国債も、従来の短期中心から超長期に至る全範囲とすることとした。「日銀券ルール」の適用は当面凍結された。また、ETF や J-REIT といった民間証券の買い入れ規模も拡大することとしている。この規模がいかに大きいかは図表 5 を見ていただくとわかる。

IV. 金融政策の波及過程を巡る議論

*こうした白川時代と黒田体制の金融政策運営方針の違いを理解するためには、金融政策の波及過程、すなわち、金融政策がどのような経路をたどって实体经济、すなわち投資

や消費、物価や雇用等に影響を与えていくのかについての 2 つの考え方をしておく必要がある。仮にそれらを、金利経由（ケインジアン・アプローチ）、通貨量経由（マネタリスト・アプローチ）、と名付けることとする。これは図表 6 で示してある。

*ケインジアン・アプローチは、まずは政策金利（コールレートないしはそれに類似した短期金利）の変化から出発する。どのような政策金利が最も望ましいかは、現在あるいは将来におけるさまざまなリスク要因を勘案して中央銀行が決定し、短期金融市場における金融調節によってそれを実現する。政策金利の変化はやがて中期さらには長期の金融市場金利全般に影響を与え、それが生産や投資、あるいは消費を変化させる。金利の変化は株式や不動産といった資産の価格、さらには為替にも影響を与え、それがまた実体経済を動かす一因となる。投資や消費といった実体経済活動に影響を与えるのは「名目金利」ではなく、物価上昇率を勘案した「実質金利」であるが、物価の安定が保たれている限り、両者の間には大きな乖離は生じない。なお、ここで「投資」としているのは証券投資などではなく、工場や設備建設、在庫の積み増し、あるいは土木関連公共事業といった実物世界の活動を指す。

*このようにして生じた実体経済の変化は、モノ（財）・サービス（労働力）に対する需要と供給を変化させ、賃金や物価に影響を与える。ここでは、賃金や物価は実体経済の体温計という位置づけであることに留意する必要がある。実体経済活動が活発化すると通貨に対する需要が増え（つまりは銀行借入れが増え）、その結果預金・現金通貨の量も増えていく。それに応じて銀行の日銀預金すなわち準備も積み増されていくと考える。預金が増えると準備預金制度で求められる必要準備の額も増えるが、それを日銀が供給しないと政策金利が目標水準以上に跳ね上がるからである。

*一方マネタリスト・アプローチのよって立つ基盤は、「通貨数量説」と「信用創造理論」である。通貨数量説を簡単に言えば、経済活動は通貨の量とその回転率によって影響されると考える。経済活動は取引の規模と価格の変化で表される。この考え方によれば、通貨の回転率が短期的にはそれほど変わらないとすれば、経済活動は通貨の量を変化させることによって変えることができるとされる。経済活動の変化は、取引の規模と物価の双方に現れるはずである。つまりここでは、通貨量の変化が元になり、その結果経済活動が変化するという一方で、原因と結果の関係がケインジアン・アプローチとは逆になっている。

*マネタリスト・アプローチのもう一つの柱である信用創造のメカニズムは、通貨の量は中央銀行が供給する準備の規模によって決まると考える。準備率を一定とすれば、供給される準備に応じて通貨が増えるはずであるというのである。ここでも、因果関係はケ

インジアン・アプローチとは逆になっている（「通貨創出—準備増加」ではなく、「準備増加—通貨創出」）。

*ここで問題をさらに複雑にしているのは、経済学における「期待理論」が果たす役割である。古典的な経済学の思考方法を先ほどのケインジアン・アプローチを例にとってみると、政策金利を動かす—それに応じて長期金利が動く—それに応じて投資や消費が動く、といったような事態の進行の仕方が議論の前提となっている。同様にマネタリスト・アプローチでは、準備を増やす—通貨量が増える—経済活動が活発化する、といった事態の進行が予定されている。ここでは時間の経過に従って事態が動いていくが、それはあくまでも、個人や法人といった経済主体が、その時点時点で実際に与えられた環境の下で、与えられた条件に従って行動する結果である。

*これに対して、「期待」理論は、経済主体が、あるサインないしはメッセージを受け取った段階でどういう行動を起こすであろうかという視点から出発する（「期待」は英語の expectation の訳であるが、何か好いことの予想という意味ではなく、単純な先行きについての予想である）。例えば、先ほどのケインジアン・アプローチにおいては、実際に短期金利が変化する必要はない。短期金利が変化するかもしれない、というサインないしはメッセージが与えられた瞬間に、経済主体はそれを前提として行動を起こす。そして、その結果が現実には様々な形で現れる、という経路である。マネタリスト・アプローチでは、準備ないしはマネタリーベースが大幅に増加するというメッセージが送られると、それに応じて経済主体が行動を起こす、その効果に注目する、というアプローチである。準備ないしはマネタリーベースはやがては増加するであろうが、その時には経済主体の行動はもっと先に進んでおり、新しいメッセージやサインを求めて動いている、という具合である。

*これまでの伝統的な経済学は静的 (static) と称されるが、こうした経済主体の期待を軸にするアプローチは動的 (dynamic) とされ、最近の経済モデルはすべてこうした期待の要素を組み込んだダイナミックなものになっている。しかし、経済主体の行動は、あるメッセージに対して必ずある反応を示すとは限らず、そこにはどうしても確率という要素が混入してくる（明日天気になる確率は 60% というようなものである）。最近のモデルにはそういった要素も組み込まれている。

*こうした経済理論の変化は既に何十年も前からのものであって、何もここへきてという話ではない。しかしながら、長期にわたる景気低迷と物価の下落という状況が続き、デフレに対応するために政策金利を下げ続けてきた各国中央銀行がさらにどういう手を打ったらいいか、ということで改めて注目されてきたのがこの期待への働きかけという手

法である。こうした手法は伝統的な金融政策の運営においても利用されていた。たとえば、政策金利（昔であれば公定歩合）の変更の可能性を何らかの形でほめかす、といったことである。短期金融市場金利はそうしたニュースに反応した。したがって、このことは程度問題と言えないこともないのであるが、経済理論の裏付けをもって、市場を操作する政策手段として意識的・積極的にそれを活用しようとしているところに昔との違いがある。

*ただ、期待理論の最大の問題は、人間という生き物、とりわけその心理状態を相手にしている以上、どのようなメッセージを送ればどのような反応が起きるかを高い確度で予想することができず、どうしても一か八かの賭けの要素が入り込むということである。経済主体を取り巻く内外環境や様々な前提条件は絶え間なく変化し、一瞬たりとも同じことは起こらない。過去と同じ条件は二度と現れず、また過去の行動パターンが常に繰り返される保証は全くないわけであるから、あるモデルの頑健性（妥当性）を過去のデータで検証することはほとんど不可能といっても言い過ぎではあるまい。

V. 伝統的金融政策から非伝統的金融政策へ

*このあたりでこれまでの話をまとめてみよう。伝統的な金融政策は、短期証券の売買を中心とする金融調節によって政策金利を変更し、ある水準を維持することに重点を置いていた。しかしながら、長引くデフレに対応するために政策金利を下げ続けた結果、各国中央銀行とも政策金利は実質ゼロに接近し、それ以上名目金利を引き下げる余地はなくなった（図表 7）。ここで登場した非伝統的金融政策の運営手段は、短期証券だけではなく、中長期証券も幅広く、かつ大量に買い入れる、その結果、銀行の準備が積み上がり、バランスシートは大幅に膨らむことになる（図表 8）。ちなみに、中央銀行資産と名目 GDP との比率を基準にして比較すると、日本は最も金融緩和が進んだ国ということになる。これは白川時代からそうであったのであるが、黒田体制はこれを極度に押し上げるという姿勢である。

*このように、準備ないしはマネタリーベースが積み上がった状態だけを見ると、各国中央銀行は先ほど述べたマネタリスト・アプローチをとっているのではないかという疑問が生ずる。確かに、準備の規模がもたらす効果に注目している中央銀行もないわけではないが、単純に準備を積み増しただけでは、实体经济に及ぼす効果は少ないというのがこれまでの経験であり、学界でも多数説である（短期証券と日銀当座預金との単なる入れ替え一両方とも金利はほぼゼロ）。ただ、豊富な準備があるという事実が金融機関に安心感を与え、金融システム全体の安定維持に貢献しているということは大方向の認めるところである。

*非伝統的金融政策は、準備の積み上げそれ自体よりも、中央銀行による中長期国債を含む各種の証券の買い入れが、それぞれの証券の金利に影響を及ぼし、その結果が他の金融市場に波及していく効果を重視する（これを「ポートフォリオ・リバランス効果」という）。こうしたことに重点を置いていると明確に述べているのが、米国の中央銀行であるFRB議長のバーナンキである。FRBの政策はよく量的緩和（QE）と呼ばれるが、彼自身はこの言葉を使うことを避け、信用緩和（CE）ないしは資産の大量購入（LSAP）という言葉を使っている。

*このリバランス効果は、金融市場の一種である外国為替市場にも表れ、米ドル安の要因になる。米国国債の金利（利回り）があまりにも低くなったので、より金利の高い外債を買う、といった動きである。米国政策当局は、公式には強いドルは国益にかなうと言い続けているが、内心では米国の輸出にはプラスになるドル安を歓迎しているのかもしれない。これを他国とりわけ新興国・資源国から見ると、金利が相対的に高くなった自国へ米国の資本が流入（預金・証券購入増加）して自国の通貨高要因となり、輸出を減少させる同時に、国内に過剰流動性を溢れさせ、インフレの種を蒔いているという批判となる。これが、いわゆる「国際通貨戦争」論議であるが、米国はそれに対して、金融緩和はあくまでも米国経済の立て直しを狙ったものであって、米ドル安を意識したものではないこと、米国経済の回復は、新興国を含む世界経済全体にとっても望ましいものであることを強調している。

*この問題は、大胆な金融緩和を背景に円安化が急速に進行している日本についてもあてはまる。事実、このところの円相場の動きは、先のG-20やG8参加者の注意を惹いたようである。金融の大幅緩和の結果生ずる円安化が日本経済にもたらすプラスの効果を念頭に置くことは当然としても、政策当局者はその一方で、こうした国際的な反応・反響にも十分配慮しなければならない。G-20やG8では黒田体制の政策運営が評価されたというような報道になっていたが、他国が本当はどう思っているかは実は必ずしも明らかではない。「今後の推移を注意深く見守る」という言葉の裏には、「円安がこのまま進むことは問題と考えている」という気持ちが透けて見える。このことは、為替政策として金融政策を利用することには極度に慎重でなければならないことを示唆している。そもそも、金融引き締め・緩和が直ちに、そして必ず円高・円安に結びつくという保証はなく、理論的にも支持されていない。ここでも市場心理・期待という不確定・不安定な要素が大きな役割を果たすのである。

*為替政策といえば市場介入がすぐ念頭に浮かぶ。円高の進行に悩まされていたころには、直ちに強力介入を、という声がしばしば聞かれ、当局の動きの鈍さが批判されたが、少なくとも先進国である限り、為替相場をある一定水準に持っていく、あるいはそれを維

持するために単独で介入するというような政策は国際的に許容されるような雰囲気ではないことだけは念頭においておく必要がある。なお、「不適切な為替の動きに対しては断固対処する」という財務大臣の発言は、まさに以下で述べる、期待に働きかけるコミュニケーション戦略に他ならない。

*非伝統的金融政策のもう一つの手法は、この期待への働きかけである。その方法にはいくつかあるが、一つには、現在のような超金融緩和政策をこれから先も長く続けるというコミットメントを行う（宣言する）ことによって、経済主体の現在の行動に影響を与える手法である（「それなら今のうちに投資を」という動きを誘う）。具体的には、何時何時まで、と時期を示す方法と、物価がある水準以上になるまでとか、失業率がある水準以下になるまで、とかいう方法がある（FRBはこれまで、これらを順に試している）。

*今挙げた「物価がある水準以上になるまで」というメッセージは、まさに「インフレターゲット」そのものである。つまり、インフレターゲットとは、期待に働きかける中央銀行のコミュニケーション戦略の一つである。これをターゲット（目標）というか、ゴール（「目処」）というかは言葉の綾のようなもので、実質は変わりはなく、単なるスタイルの違いに過ぎない。

VI. 黒田体制下の金融政策とその問題点

*これまで長々とお話ししてきたが、ここでようやく黒田体制下の金融政策をどう考えるかという肝心かなめのテーマを論ずるための基礎固めができたと思われる。

*黒田体制下の金融政策運営方針を復習してみよう。

- (1) インフレターゲット 2%の早期達成を宣言
- (2) 政策運営の操作目標をベースマネーとし、年間 60～70 兆円増加
- (3) 長期国債（保有残高 50 兆円維持）を含む各種証券の買い入れ増加

*このように並べてみると、それはまさに先ほど述べた非伝統的金融政策のオンパレードであるということがわかる。これらの政策は、実は白川時代にもある程度は行われてきたものである（2%ターゲットの設定は白川時代）が、黒田体制ではそれを大々的に、おっぴらに開帳したという印象である。

*黒田体制は 4 月に始まったばかりであるので、全体的な評価を下すには時期尚早であるが、これまでのところでは、アベノミックスの成果は上々というべきであろう（図表 9）。昨年の衆議院解散前後から円相場は一挙に低下し、今や 1 ドル 100 円を超えた。株式相場は何年振りかで 14000 円を突き抜け、15000 円台に迫る勢いである。長期金利も順調に

低下し、米国との間の金利差が拡大して円安要因の一つとなっている（円安化のもう一つの要因は貿易収支の赤字幅拡大＜経常収支の黒字幅縮小＞である）。企業収益も大幅好転の報道が相次ぎ、経済界のみならず、社会全体の雰囲気も変化してきている様子が窺われる。ただ、まだ金融面での好転（為替円安を含め）に止まっており、投資・消費等实体经济への波及が本格化しているとは言い難い。雇用情勢は若干好転しているようであるが、物価上昇・賃金引き上げの気配は感じられない。企業収益の好転は、売上高の増加によるよりは、為替円安による差益の実現あるいは株価上昇による保有証券評価益の増加という要素が大きいように窺われる。

* それでは黒田体制ないしはアベノミックスの問題点は何か。

(1) インフレターゲット達成の可能性

日本経済は数十年にわたってゼロないし若干のマイナスという物価上昇率に慣れてきており、経済全体がそうした体質になっている。2%という数字は各国が掲げている目標であり、それ自体が高すぎるということはないが、ゼロから2%へ、しかも2年程度以内にとというのは相当なジャンプであって、そもそも達成可能なかどうかということの他に、達成できた時の歪や弊害が顕著になる可能性がある。

物価の上昇は金利の上昇とほぼ同義であるが、ゼロ金利から2%への上昇は、金融機関が保有する国債等各種証券について相当の評価損・売却損を生じさせる原因となる（金利と証券価格は逆方向に動く）。そのことは金融機関の財務内容を悪化させ（自己資本比率の低下）、金融システムの不安定化要因となる

賃金の上昇を伴う物価上昇であればいいが、賃金が上昇せず、物価のみが上昇するようでは勤労者は困る。年金生活者等シルバー族については、年金スライドがあるとはいっても、調整の時期は大幅に遅れるため、その間の物価上昇は生活圧迫要因となる。

(2) インフレターゲットが成功するためには、中央銀行にそれを実現する意思と能力があるということを国民一般が信じているというのが前提となる。目標を掲げさえすれば物価が上昇するというわけのものではない。白川体制が物価上昇率を目標とすることに最後まで抵抗し、「物価安定の理解」とか「目処」というような言葉にこだわったのは、金融政策だけで物価をある一定水準に押し上げることはできないという認識があったためである。この点に関しては、マネタリスト・アプローチには以下で述べるように大きな理論的欠陥がある。なお、元々インフレターゲットは、インフレに悩む国が、インフレ抑圧のために生み出した手法であって、物価を上げるためにターゲットを設けた例は皆無に近い。したがって、それが成功するかどうかを確かめる術はない。自分でやってみるしかないのである。

(3) マネタリスト・アプローチの理論的欠陥とは次のようなものである。先ず第一に、 $MV=PT$ の左辺が増えたからといって右辺が増える保証がない。V は通貨の回転速度であるが、タンス預金のように、いざという時に備えて使われずにしまいこまれてしまうカネもある。そこで M をいくら増やしたとしても、その効果は減殺される。つまり、原因と結果は必ずしも結び付かない。

右辺についても問題がある。仮に左辺が増えたとしても、右辺の価格が上昇するのか、経済規模が拡大するののかについては確たることが言えない。实体经济活動にさしたる変化がないのに価格だけが上昇するということもあり得るが、それはまさにバブルであって、膨張過程では「いいことづくめ」のように見えても、破裂した後は悲惨なことになる。もう一つ、価格の中には賃金も含まれている（労働の対価）が、価格と賃金が両々相俟って上昇するならともかく、そういう保証がないことは既に述べたとおりである。

マネタリスト・アプローチがよって立つもう一つの原理、 $M=R/r$ についても問題がある。このアプローチは、右辺の準備が供給されれば、必ず左辺の通貨が増発されるかのような議論をしている。しかし、銀行の行動を考えると、準備が積み増されたからといって、直ちに信用供与、すなわち貸出や証券購入を行うわけではない。信用供与を行うためには、借り手に資金需要がなければならないが、以前も触れたように、企業部門は現在資金余剰状態にあり、よほどのことがなければ外部から資金調達する必要はない（勿論中小企業については事情は別であるが）。借り入れ需要が出て来ても、信用力に問題があって、銀行の方でお断りというケースもあろう。すなわち、ここでも左辺と右辺との関係は、マネタリスト・アプローチが言うような単純なものではない。

(4) 中央銀行が市場から国債を始めとする証券を大量に買い入れる結果、それらの市場の需給関係は大きな影響を受け、金利の動きは不安定になる。現に国債市場ではそうした状況になり、ファンドマネジャーなどが混乱をきたしている（先ほどの図表 9 にもそれが出ている）。ETF や J-REIT などの民間証券は市場規模も小さく、そこに中央銀行が出ていくと、池の中の鯨が大浪を巻き起こすといったことになりかねない。こうした混乱は、本来そうした市場を利用して運用調達を図ろうとしている民間当事者にとってはむしろ困ったことと受け止められているようである。

(5) 平成 25 年度予算で予定されている新規国債発行額は 43 兆円弱である。黒田体制が年間 60~70 兆円のベースマネーの増加を図るということは、その相当部分が長期国債の買入れによって行われることを意味するが、これではまるで国債の日銀引き受け（財政赤字のマネタイゼーション）ではないかという疑念が湧いてくる。

ご承知の通り、国債の日銀引き受けは財政法で禁止されている。過去にそれが大インフレを起こしたという度重なる経験から、各国共通の基本原則・国際的常識あるいは一種の文化とでもいうべきものになっている。勿論、黒田体制の政策は（そして白川時代の政策も）銀行が引き受けた国債を日銀が買い入れるということで、国債の直接的な引き受けではないが、民間資金（準備）の増加要因であることには変わりはない。こうした形で、日銀が国債をドンドン買い入れてくれるとなれば、財政赤字を少々出しても問題はないという気分になるであろうことは十分想像できる。政府・日銀の共同声明では財政節度維持についての文言がないわけではないが、大半は日銀の政策的コミットメントに関するもので、財政についての文言はお座なりといった感じである。非伝統的金融政策の最大の問題は、それが財政節度喪失、財政規律弛緩の誘因となるという点にある、と言い切ってもよい。

(6) まだ先の話ということで、話題にすべきではないと言われるかもしれないが、仮に2%のターゲットが達成され、物価の上昇をそこで止めておきたいといった時にどういう問題が起こるかは今のうちに考えておいた方がいい。非伝統的金融政策はその段階で逆方向に動くことになる。

その時点で、インフレターゲットは、これからはそれ以上の物価上昇は許さないという中央銀行のコミットメントに転化する。金融を引き締める（準備の量を減らす、つまりは中央銀行のバランスシートを縮小する）ためには、これまで買入れ一方であった国債を始めとする証券を売っていくことになるが、問題はそこで、市場に大きなインパクトが生ずるということである。先ほどの期待理論によれば、中央銀行が金融緩和を止め、国債等の売り出しをはじめそうだという噂が立っただけで、国債等の価格は下落する（すなわち、国債利回り、ひいては長期金利全般が上昇する）。市場関係者はお互いの顔を見ながら動くため、わずかな変化が雪崩を打つ例は今までも何度も経験してきたところである。かくして金利の急騰が起こり、現実には投資・消費等実体経済活動の足を引っ張ることになる。金利の上昇すなわち証券価格の下落は、そうした証券を大量に抱えている金融機関の財務内容を圧迫する要因となり、金融システムの安定性に疑念が生ずる。長期金利の上昇は、国債利払い費用の増加となって財政収支の圧迫要因となる。

為替相場については、日本国債を売って逃げ出そうとしている外資の動きは円安要因であるが、高金利になった日本円に魅力を感じて円買いの動きが出ることも考えられ、いずれにせよ大混乱が起きるであろうことは確かである。

こうした混乱を起こさないためにはどういう手段が考えられるか。これが、「出口」論

として知られている問題である。デフレ対策を模索している現段階では、これについて云々することは時期尚早であるが、中央銀行が保有証券を売ることなく金融を引き締めする方法はいくつかある。銀行が中央銀行においてある当座預金を定期預金にしてある程度の金利を付けて自由に動けないようにするとか、法定準備率を引き上げるとかというアイデアであるが、それぞれに大きな問題を抱えていることだけを指摘しておく。

黒田体制の金融政策の運営に潜む副作用、あるいはリスクは上で述べたようなことであるが、白川時代の政策が遅すぎる上に小出しに過ぎると批判されてきたのは、白川総裁の頭の中でこうした問題が引っ掛かっていたためと考えられる。こうした副作用・リスクの存在にも目を向けるよう市場の注意を惹くのが良心的な中央銀行としての自分の責務であると考えたのであろうが、そうした慎重な姿勢が折角の金融緩和措置の効果を殺ぐ結果となった、とって批判されたのであった。こうしたスタンスをどう評価するか。最終的な審判は歴史の手に委ねるしかないのかもしれない。

おわりにーデフレに対する処方箋を求めて

*あれこれ話しているうちに終わりの時間が迫ってきた。このあたりで、そもそもデフレとは何か、それに対する適切な処方箋とはどのようなものを改めて考えてみることで締めくくりとしたい。

*デフレの定義を巡ってはいろいろなことが言われてきたが、現在では、生鮮食品を除く消費者物価で見て、その上昇率がゼロないしはマイナスといった状態が長く続くこと、というのが一応の定説となっている。そういう目で過去のデータを見ると、確かに日本はデフレであると言われても仕方がないような状態にあり、それが、過去に起こったさまざまな良からざる出来事ー円高、成長率停滞、経済規模縮小、賃金下落、企業倒産、失業率上昇、格差の拡大、はては自殺の増加に至るまで一の原因であるとされてきた。こうしたことになった主たる原因・責任は、金融を十分に緩和してこなかった日本銀行にあり、日銀の政策運営の失敗によって総需要が伸びなかったことが諸悪の根源だとされた。総需要が伸びないために、日本が通常ならば達成する力のある「潜在成長率」と、現実の成長率の差である「需給ギャップ」が拡大し、それがデフレの背景になっている、こうした状態から脱却するためには思い切った金融緩和が必要であるとされて、黒田体制の出発となったのである。

*しかしながら、こうした見方は本当であろうか。消費者物価は確かに低迷が続いているが、著しい低下傾向にあるわけではなく、見方によってはゼロ近辺で安定的に推移していると言えないこともない。物価低迷の原因の一つに耐久消費財、とりわけ家電製品の価格の急激な下落があることが指摘されているが、家電製品の値下がり金融緩和の不

足のためであるという首をかしげたくなる。「消費者物価」というマクロの数字で一括して論ずるのではなく、物価指数を構成する個々の品目の価格が形成されていく過程にもう少し目を向けるべきではないかということであって、現にそうした試みも行われている。輸出価格や輸入価格の変化が及ぼす影響ということについてももう少し突っ込んだ分析が必要であろう。

*日本の物価上昇率ゼロに対して、欧米のそれは大体 2~2.5%というところにあるが、失業率は日本の4%強に対して米国は8%弱、欧州に至っては10%弱という高水準である(ドイツでも7%)。若年層では20%ないし25%とされている。ここ何年かの一人あたりのGDPの伸び率を見ても、日本は欧米諸国に比べて全く見劣りすることがない。名目GDPが中国に抜かれた世界第三位に「転落」したとあって騒がれたが、あれだけの人口を抱えた国の民度が少し上がっただけでも大きな違いになって出てくるわけで、ある意味では当然というか、むしろ先進国に近づいたという意味で、慶賀すべきことではないかと思われる。

*あれこれ考えてみると、日本がそれほどひどい状態に置かれているわけではないことがわかるが、それが必要以上に喧伝されると、全ての事柄を悪い方に解釈するのは人間の性である。偶々東日本大震災に原発事故という不幸な出来事もあった。こうした状況の下で、普通に受け止めれば何でもないことをつい悲観的に見てしまうということがなかったかどうか。アベノミックススタート以降の株価や企業業績の急回復などを見ていると、そうした感想を抱かざるを得ない。

*上でも触れたが、一般に、デフレの原因を金融緩和不足と見る論者は需要サイドの問題点を指摘する傾向があり、不十分な金融緩和策による需要の不足が現在の需給ギャップ拡大の原因だと主張する。一方供給サイドに目を向ける論者は、硬直的で保守的な日本の経済社会構造(さまざまな意味での「既得権層」の存在)が、過去20年余にわたる内外環境の激変に応じて変化することを妨げてきたという面に目を向ける。国内環境の変化とは、歴史始まって以来の人口、とりわけ労働人口(15~64歳)の減少と少子高齢化であり、海外要因とは、急速に進展し、今や経済活動の面では国境が溶解して無くなってしまったに等しいグローバル化の急流である。

*潜在成長率は、労働力・資本蓄積・生産性の三つの要素によって規定される。まず労働力であるが、労働人口の減少については短期的には如何ともしがたいが、長期的な観点に立ってこれを補う工夫をしなければならぬということになる。育児に対する保護支援、定年延長や女性労働力の活用等はその一例である。資本蓄積については、グローバル化の進展という世界的な風潮を背景に、産業の空洞化をどの程度と考えるかによって

見方に違いが出てくるところであるが、海外進出を進めつつも国内投資を怠らないという大方の日本企業の経営方針を見ても、それほど悲観すべきことではなく、むしろ先端技術開発等、国内でなければならない投資の機会は増える可能性があるという見方が大勢であるように見受けられる。法人税の減税もそうした視点に立って評価すべきである。公的投資については財政面からの制約があることは確かであるが、災害に備えての国土強靱化という観点からも一定以上の投資は欠かせない。今話題の TPP 問題についても、黒船来航ならぬこの現代という時代において鎖国政策をとることがいいのか、それともこれを好機として積極的に世界市場に打って出る方がいいのかという観点から見れば、答えは自ずから明らかであろう。

- * 労働力不足・資本蓄積不足を補ってなお余りあるものにするのが、一人当たり一時間あたりの生産力、すなわち「生産性の向上」である（生産性は製造業だけではなく、サービス産業をも含む）。生産性向上のためにはそのための土壌の涵養、具体的には、研究開発・教育訓練の場の充実が欠かせない。限られた労働力を如何に効率的に用いるかという人事を含めた経営手腕にも期待するところが大きい。
- * あれこれ考えていくと、供給サイドを補強することによって需給ギャップを縮小させるという方針について過度に悲観的になる必要はないのではないかという感を禁じ得ない。供給サイド重視といっても、現在直ちに供給量を増やす方策を講じるべきだなどと言っているわけではない（それでは需給ギャップはむしろ拡大してしまう）。将来を見据えて、確実に生産力を高める努力を行うべきだと言っているのである。将来に対する明るい見通しは現在の経済活動（投資・消費）の活発化につながり、それは現在の需給ギャップの縮小にも寄与するはずである。
- * こうした供給サイドの強化策は、単に金融を緩和すれば可能になるというわけではない。そこで、アベノミックスの三本の矢の最後の一本、産業構造改革を通ずる成長戦略の重要性が浮かび上がってくる。すでにその方針に沿って様々な組織が出来、活発に動いているようであるので、その成果を見守ることとしたい。第一の矢である金融緩和、第二の矢である財政出動は、第三の矢が効果を挙げるまでの、いわば時間稼ぎといった位置づけであり、それぞれが抱える副作用・コストを考えると当然そうでなければならない。アベノミックスの最大かつ究極の課題は、この第三の矢を的中させることである。
- * この点に関してさらに一言すれば、デフレの解消、すなわち物価の上昇が適度にとどまっているならばともかく、一定の許容限度を超えて上昇し出すと、インフレの持つ意図せざる（好ましからざる）所得の再分配が起こり、格差の拡大という形で社会の緊張感を増すことは必至である。安定した社会を維持し、社会的緊張感が高まることのないよ

うにするためにはどうすればいいか。そのためには、あちこちに歪みや綻びが目立つ現行の社会保障制度の抜本的な見直しが急務である。国民が安心できる社会保障制度の整備拡充は、ひいては現在および将来の需要の増大に結びつくはずで、3本の矢と矛盾するものではないどころか、第四の矢と言ってもいいほどの重要性をもっている。

*安倍内閣の施政の重点はまずはパイの拡大に向けられており、その分配はその後のことだという姿勢が窺われる。しかしながら、分配問題への目配りについてももう少し関心と政策的エネルギーを注ぐことが強く望まれる。黒田体制下の日本銀行に望むことがあるとすれば、それは、現在進めている強力な金融緩和政策が成功するか否かのカギを握っているのは一般国民の信頼であるということ、それはひとえに財政節度の維持と、社会保障制度の拡充を含む、全体的な構造改革の成果如何にかかっていることを繰り返し主張し、強力なリーダーシップを発揮するよう政府に強く「物申す」姿勢であると思われる。繰り返しになるが、金融政策の役割は、そうした努力が実を結ぶまでの「時間稼ぎ」である。

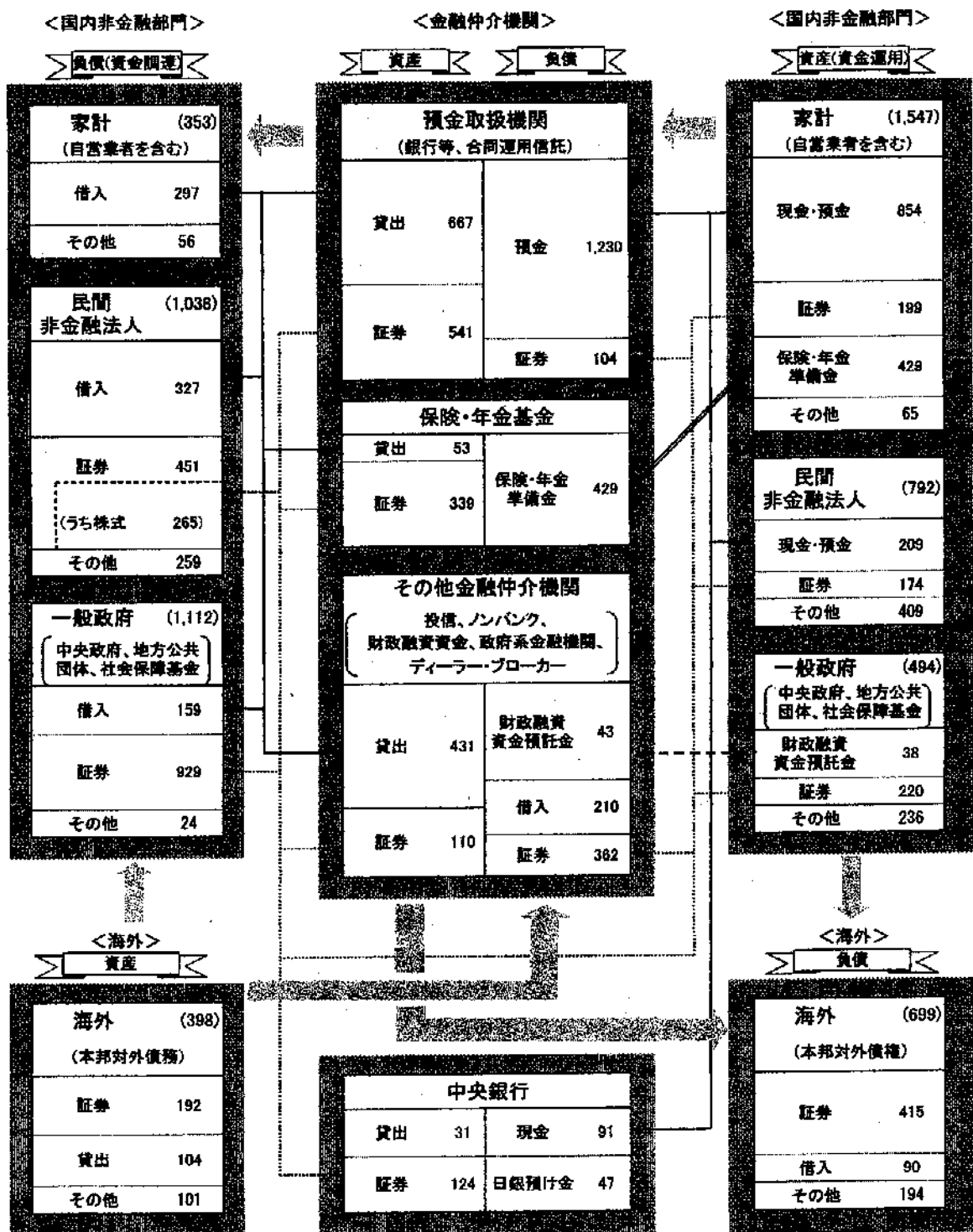
*金融政策の運営を論ずる際によく出てくる定番的表現は、「海図なき航海」である。この言葉は何時代の時代にも通用することではあるが、日本は勿論、世界的に見ても前代未聞の「思い切った金融緩和」を実施する決意を下した今ほどこの表現が当てはまる時期はない。それはちょうど、コロンブスが、バスコ・ダ・ガマが、そしてマゼランが大海に乗り出していった時代を想起させる。当時、海の先は急な崖になっていて、そこから先へ行こうとする船は無限の奈落へ転落すると信じられていた。幸いそれは事実ではなかったのであるが、当時の彼らにとっては、まさに一か八かの賭けであったろうと想像される。長期にわたる航海中の艱難辛苦は現在に至るまで語り草になっている。現在が当時と違うのは、航海の決定を下したのが王や女王などではなく、政府であるということ、そしてその政府は、国民が選んだ議会によって選ばれたということである。金融政策というと、中央銀行のだれか偉い人が決めているというような感じを持っておられるかもしれないが、実は（間接的ながら）国民自身が決定し、その結果は自ら引き受けるという覚悟で臨んでいるのだという感覚を常に持ち続ける、このことの重要性を改めて強調して、本日の話の締めくくりとしたい。

(了)

図表1 通貨の種類と規模(2013年2月平均残高、単位兆円)

現金通貨	78.8(銀行券と貨幣の比率はおおよそ 95 対 5)
預金通貨	465.6(当座・普通預金等)
M1	544.4
準通貨	558.7(定期性預金)
CD	33.5(譲渡性預金)
M3	1136.6

図表2 部門別資金循環表(2012年末、単位兆円)



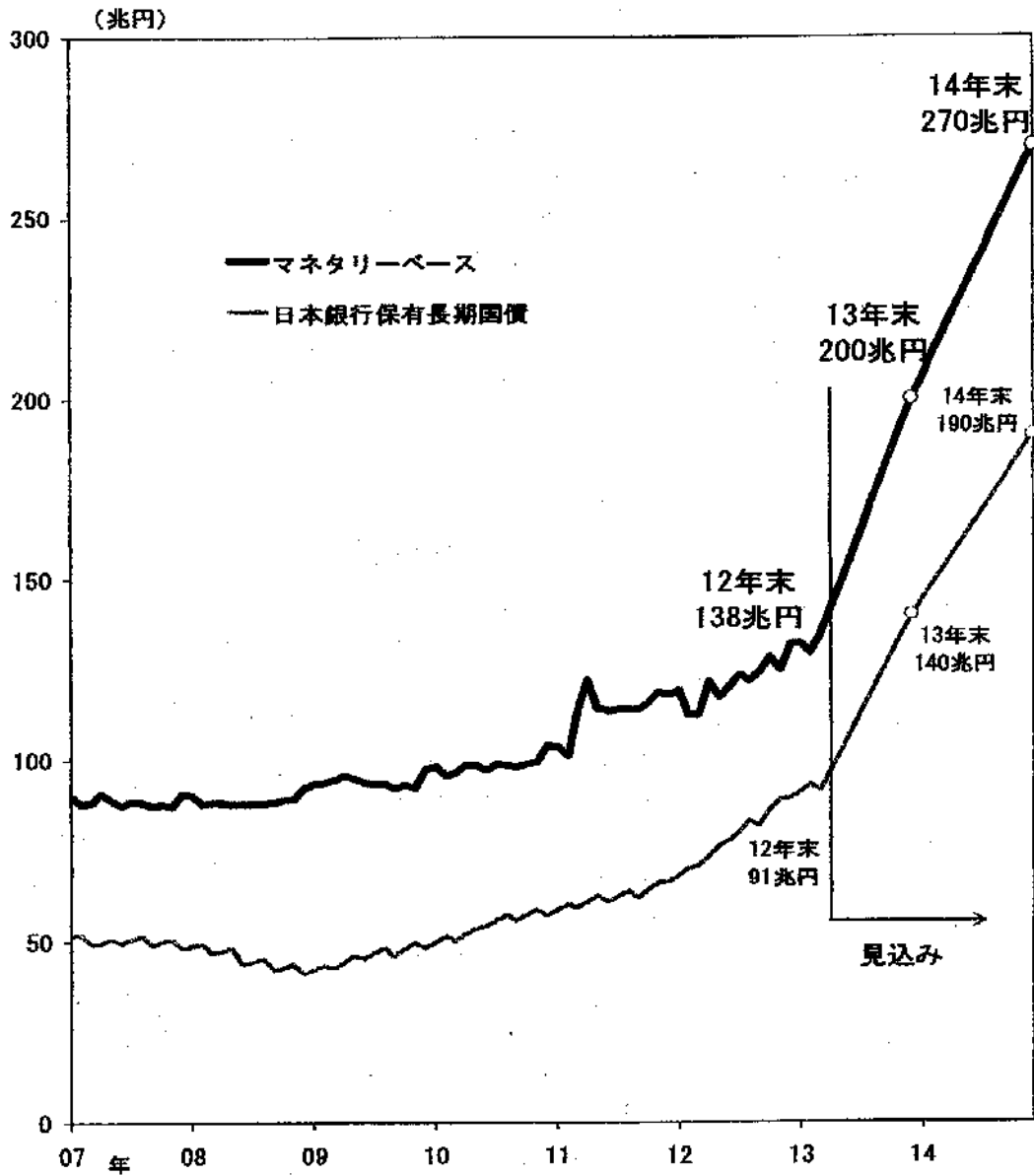
図表3 金融資産等買入基金の推移と規模

	2010年 10月5日		2012年 12月20日	2013年 1月22日	2012年12月末 買入残高
総額	35兆円 程度		101兆円 程度	2014年以降あらかじめ期限を定め ず以下の内容で資産買入れを行う	67.1
資産の買入れ	5.0		76.0	2014年中に基金残高は10兆円 程度増加し、その後残高を維持	40.2
長期国債	1.5		44.0	毎月2兆円程度	24.1
国庫短期証券	2.0		24.5	毎月10兆円程度	9.6
CP等	0.5	→	2.2	2013年末の残高を維持	2.1
社債等	0.5		3.2		2.9
ETF	0.45		2.1		1.5
J-REIT	0.05		0.13		0.11
固定金利オベ	30.0		25.0		25兆円程度の残高を維持
増額完了の目途	2011年12月末		2013年12月末	期限を定めず	

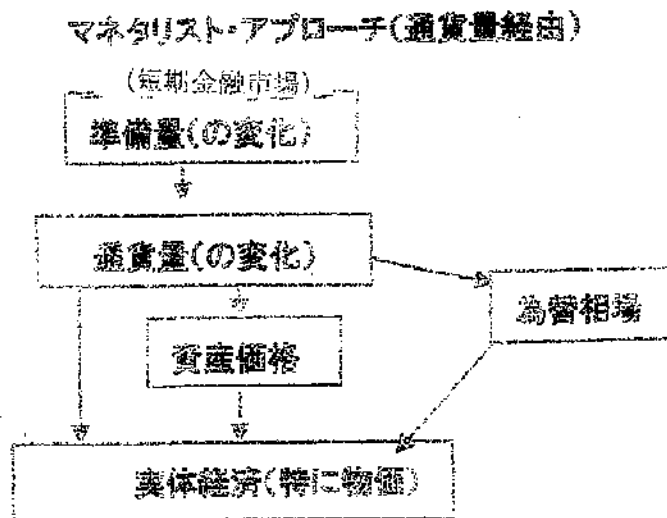
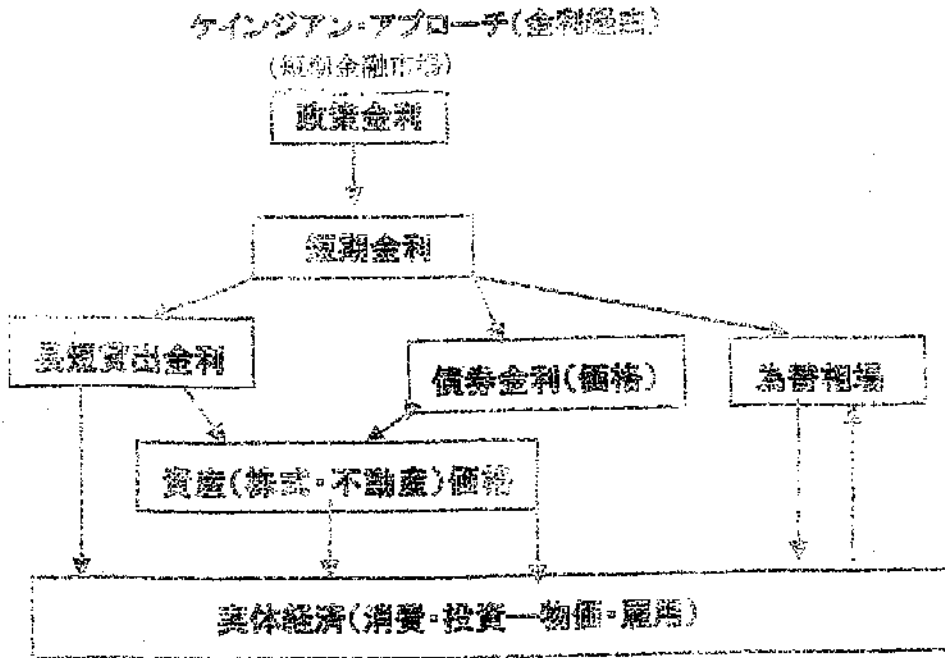
図表4 日本銀行のバランスシート(2012年末、単位兆円)

	資産		負債
国債	113.7	銀行券	86.7
うち短期	24.5	当座預金	47.2
長期	89.2	政府預金	2.3
CP	2.1	売り現先	15.3
社債	2.9	引当金	3.2
信託	2.9	準備金	2.7
貸出金	30.7	資本金	—
その他とも合計	158.4	その他とも合計	158.4

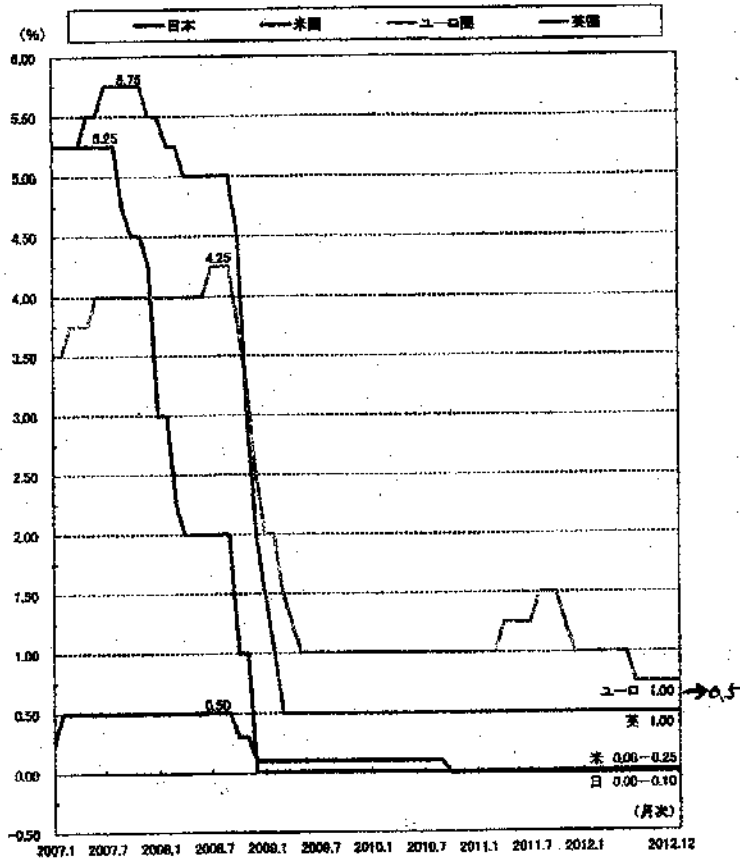
図表5 黒田体制下におけるマネタリーベースと長期国債買入拡大



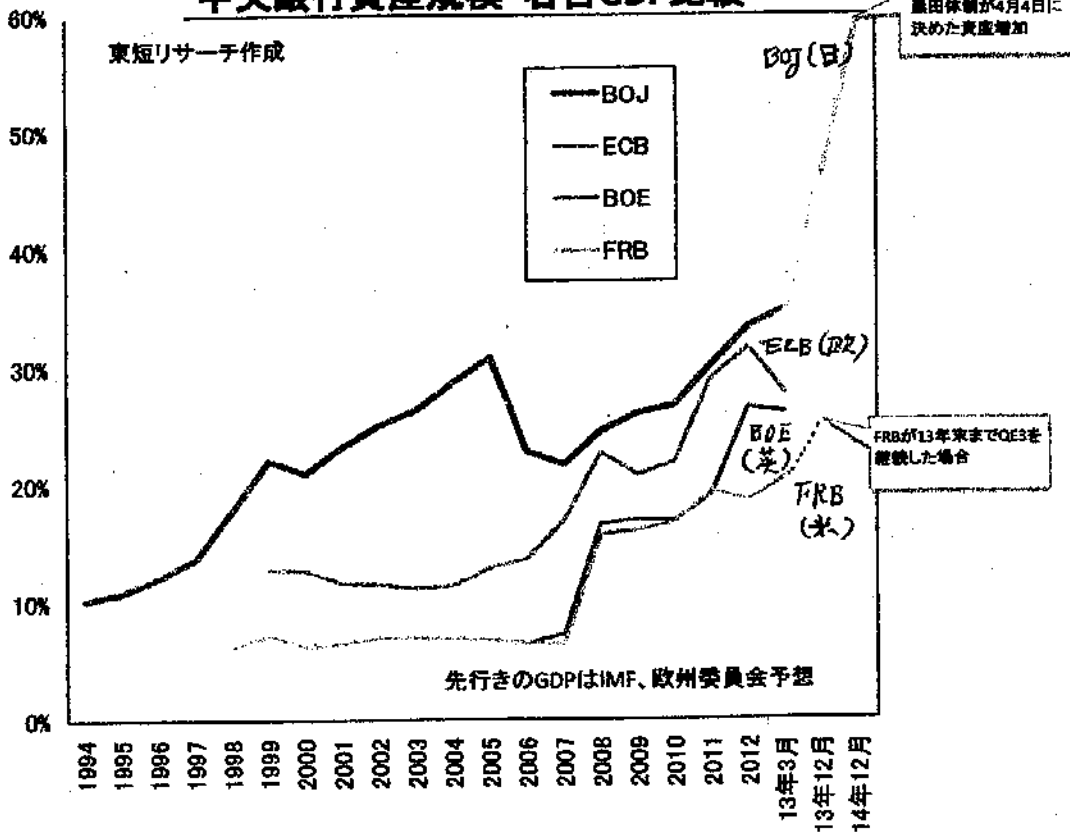
図表6 ケインジアン・アプローチとマネタリスト・アプローチ



図表7 各国中央銀行政策金利の推移



図表8 中央銀行資産規模・名目GDP比較



図表9 政権交代前後の株式・円相場動向と最近時の市場動向

