

日銀総裁交代の節目に金融政策のあり方を考える

—金融政策の「ツッドゾーン」、デフレとの戦い—

日銀はデフレにいかなる金融政策をとり、効果はどうだったのか？ 福井総裁が進めてきた対応策を吟味して、新総裁が直面する課題を考察する。

日銀福井総裁の任期が今年三月に到来する。本稿の執筆時点（二月）では誰が新総裁になるのか混沌としているが、総裁交代の節目に、福井総裁の取り組んだデフレに対する金融政策の対応とその効果について考えてみよう。この問題は政策金利がゼロ%近傍まで下がった状態で、中央銀行の一層の金融緩和でデフレを解消することができるのかという他の先進国ではほとんど類例のないケースとして注目される。また景気の先行きに再び不安が生じている今日、次にまた日本がデフレを伴う景気後退に直面した時、金融政策に何ができる

かが問われることになる。従つて、金融政策に馴染みのない方でも政策論争に関わる読者は理解しておべき論点である。

インフレターゲット論者と日銀の論争

九〇年代後半から二〇〇〇年代前半にかけて、深刻化したデフレへの対応として、日銀は「インフレターゲット政策」を導入すべきだと主張する学者、エコノミストらと日銀の論者の間で金融政策をめぐる論争が起つた。これは銀行部門の不良債権処理をどのように

の年となつた。ゼロ金利政策を解除しなくとも、二〇〇一年の景気後退は回避できなかつたであろうが、結果的に日銀の景気見通しの悪さを露呈することになつた。

このため再度の金融緩和政策として、金融政策目標をコールレートから日銀に置かれている金融機関の当座預金残高に移し、必要十分以上の資金を供給する「量的金融緩和政策」が二〇〇一年三月に採用され、翌日物コールレートは再びゼロ近傍に低下した。当座預金残高は銀行の貸出残高と準備率から計算される所要準備額四兆円強より多い五兆円を当初目標としてスタートしたが、漸次引き上げられ、二〇〇二年一〇月には一〇兆円（一五兆円）になつた。

福井総裁の「量的金融緩和政策十コミニットメント」の効果は？

二〇〇三年三月に速水総裁の後継として就任した福井総裁の下では、当座預金残高の目標を更に段階的に引き上げ、最大三〇（三五兆円）（二〇〇四年一月）に積み上げられた。また〇三年一〇月に「金

融政策の透明性の強化について」を発表し、量的金融緩和政策を消費者物価指数が前年比で安定的にプラスになるまで継続することを政策的コミニットメントとした。これが福井総裁の下でのもつとも際立った政策的変化だつたと言える。

結局、日本の景気は二〇〇二年一月を底に緩やかに回復基調を辿り、二〇〇三年以降は回復基調が鮮明になつたので、福井総裁の下での「量的金融緩和+消費者物価指数をベンチマークにしたコミニットメント政策」は成功したイメージで一般に受け止められている。問題はどの程度の効果があつたのだろうか？ インフレターゲット論者が正しかつたのだろうか？

本件問題に関しては、既に様々な実証研究が行われている。日銀、鵜飼「2006」はその論文「量的緩和政策の効果・実証研究のサベイ」（以下「実証研究のサベイ」）でこうした実証研究の諸成果を集約している^{*1}。本論文は日銀の公式見解ではないが、日銀サイドの論者の意見を概ね反映したものと受け止めることができよう。

実証研究のサベイは、量的金

融緩和政策の効果波及のメカニズムを複数の経路に分けて政策効果を点検している。これによると、「ゼロ金利政策」と比較すると、「量的金融緩和政策の継続に関するコミニットメントが、（中期的）将来にわたりゼロ金利が継続されるとの見通しを醸成し、短中期を中心にして、（金利の）イールド・カーブを押し下げる効果は明瞭に確認された。」

また、四兆円台からピーク時三五兆円前後まで急増させた「日銀ネタリーベース拡大効果・日銀券合計をマネタリーベースと言う）、残高と金融機関の日銀当座預金の並びに長期国債買いオペ増額による効果は、いずれも民間の「ポートフォリオリバランスマップによる効果」に分けて点検されている。

これによると、前者（ポートフォリオリバランスマップ効果）は検証できた場合、その効果はコミニットメント効果に比べると遙かに小さかつた。ポートフォリオリバランスマップ効果とは、日銀の公開市場操作や長期国債の買いオペなどを通じて、

株や債券、現金などで構成される民間のポートフォリオ全体が変化することを通じた効果である。つまり、現金比率の増加によってポートフォリオ全体のリスクが減少し、民間がリスク量を一定に保つ選択をする場合に、債券、貸出債権、株式などリスク性資産の購入を増やすことが可能性と考えられ、こうした変化が実際に生じたかどうかを検証したものである。しかしそうした効果は検証できないか、あるいは僅少だったといふ。

また後者（シグナル効果）は日銀当座預金の増加については、「少なくとも、金融緩和が将来にわたって継続するという予想を補強する効果を持つた局面があつたことは検出されている」と結論している。しかし日銀による長期国債買い増しのシグナル効果については期待された方向の効果は検証できなかつた。

更に、量的金融緩和の実態経済への影響については、企業金融面である程度の緩和的環境を作り出したが、総需要や物価への直接的な押し上げ効果については限定的という実証研究結果が多いことを指摘している。

に進めるべきかの問題と並んで、当時の大きな金融・経済政策論争に買いオペなどを通じて民間への通貨供給を増やせば、日銀の強いコミットメントによる市場参加者のデフレ期待の修正と供給通貨量の増加の二つの効果を通じて、デフレは軽度のインフレに転換できると説いた。一方、日銀はゼロ金利状態では日銀が公開市場操作を通じて金融機関への資金の供給量を増やしても（＝マネタリーベースの増加）、マネーは金融機関の日銀当座預金

に滞留するのみで、通貨供給量に変化を与えることは原理的に不可能だと反論した。

結局、デフレ問題が深刻化した一九九九年一月に、日銀速水総裁は無担保コール翌日物金利を〇・一五%以下にする「ゼロ金利政策」を採用したが、「日銀に出来ることはコールレートをゼロ金利にすることまでである」という方針は変わらなかつた。しかも二〇〇〇年八月の金融政策決定会合では、持続的な景気回復軌道が見えてきたという理由でゼロ金利政策を解除してしまつた。しかし、世界的なITバブル崩壊で二〇〇一年は景気後退

に停滞するのみで、通貨供給量に変化を与えることは原理的に不可能だと反論した。

竹中 正治
►(財)国際通貨研究所 経済調査部長
・チーフエコノミスト



たけなか・まさはる—

1956年生まれ。79年東京銀行入行（現三菱東京UFJ銀行）、本店営業部、ニューヨーク支店、大阪支店を経て89年より為替資金部チーフディーラー（通貨オプション）、96年同部次長、2000年調査部次長、03年ワシントン駐在員事務所長、07年2月より現職。著書に『通貨オプション戦略』（90年、日本経済新聞社）、「米国経済の真実」（東京三菱銀行調査室編、02年、東洋経済新報社）、「外貨投資の秘訣」（06年、扶桑社）、「マネーの動きで読み解く外国為替の実際」（国際通貨研究所編、07年、PHP研究所出版）がある。

う。しかし、九〇年代後半から一〇〇〇年代前半にかけて、中長期的にマクロの成長率見込みは低下こそしたもの、長期にわたってマイナスになるというレベルまで悲観的になつたという事実は、各種の企業サービスでも見られなかつた。むしろ、筆者は九八年から二〇一二年頃までビジネス界を覆つた次

も呼ぶべき風潮である。週刊誌などメディアが債務残高の大きな企業をリストアップして破綻予備軍扱いしたような風潮が、多くの企業経営者に債務が大きいことを是非もなぐりリスクと感じさせ、債務返済に駆り立てた。

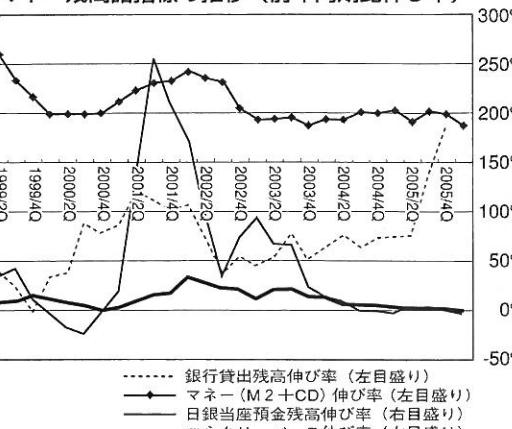
もうひとつ問題として、ゼロ金利下では貨幣数量説的アプローチによる物価押し上げ、デフレ解消はいかなる手段によつても本当に不可能なのだろうか。この点では

**通貨供給量を増やすこと
でデフレを解消する未実験の奥の手**

でデフレを解消する手
験の奥の手

もうひとつ問題として、ゼロ金利下では貨幣数量説的アプローチによる物価押し上げ、デフレ解消はいかなる手段によつても本当に不可能なのだろうか。この点では

マネー残高諸指標の推移（前年同期比伸び率）



二一九·日銀資金循環表

大戦後のドイツのハイパーインフレを沈静化する引締め効果は絶大だったが、一九三〇年代の大不況下のアメリカでのデフレ解消には無力で、放棄された政策だった。金融政策は引締めで銀行貸出を減少させ、貨幣量を抑制、あるいは減らすことはできる。つまり、ひもで馬を引っ張ることはどうできる。しかし、ひもで押すことはできないように、（金利がゼロ近傍まで）がってしまえば、金融政策では銀行貸出、貨幣供給量を増やすことはできないと當時の政策議論をガルブレイ

飲ませることはできない

実際、マネタリーベースの急増に対してもマネーサプライは極めて微弱な反応しかしていない（図表）。

生じなかつた点を確認している。この点で日銀の論者が正しかつたと筆者は考える。

がマネタリーベースを増加させれば、マネーサプライも増加し、デフレは解消する（軽度のインフレに転じる）という単純な貨幣数量説に基づく物価の押し上げ効果を期

この点に関連して、伊東光清教
飲ませることはできない

ス教授が総括している。伊東教授によると、これは経済学説史上の定説である。こうした同教授の批判のベースには、通貨供給量を中心的に操作できる外生変数であると考えるマネタリストに対して、それを経済の内生変数であると見るケインジアンの考え方がある。

ゼロ金利にして
和でデフレが解消
った原因は何か

指数は前年比で多少ながらもプラスに転じ、二〇〇六年三月に量的金融緩和政策は終了された。既に見えたようにゼロ%金利近傍では量的金融緩和効果は、日銀のコミットメントのアナウンスメント的効果を除くとマネタリスト（インフレ targeting 論者）が期待したような効果は乏しかつたのであるが、それでも消費者物価がプラスに転じたのはなぜだろうか？ それについては、国内経済全体の需要と潜在的な供給能力のギャップを示す需給ギャップが、二〇〇一年以降の景気回復の持続により、供給能力超過幅が次第に縮小し、最終的に需要超過に転じ、物価が上昇しやすくなつたからだと理解できる。日銀の需給ギャップ計測によると二〇〇六年四

がマイナスにならなければ想定として表現される。自然利子率とは景気動向に中立的な金利水準と定義され、普通の状態ではプラス域にあり、名目金利を下げれば実質金利も低下して景気浮揚効果が生じる。しかし名目金利はマイナスにはできないので、自然利子率がマイナスの領域は金融政策にとってデッドゾーンとなる。

ではなぜ自然利子率がマイナスという異常な状態になつたのか？ 例えは、将来にわたり経済成長率がマイナスになると予想を経済主体がみな抱けば、債務を増やして実物投資をしても損をするので事業拡大の投資をする者はいなくなる。その結果、自然率はマイナスになら

未実験の施策が残されている。「日本政府が財政の不足分の一部を国债の発行ではなく、紙幣を刷つてあがなつたとしたらどうだろ」とステイグリツ教授がかつて指摘している*³。これは近代的な中央銀行制度が確立する以前の時代に、国家による貨幣の改鑄や非兌換紙幣の増発がインフレを引き起こしたのと同じ手法である。無規律に行なは悪性インフレになるが、軽度に行なえばデフレの解消薬になり得る。

加する場合は、将来政府が国債返済のために増税すると民間が予想することにより消費が減り、貯蓄が増える「リカードの中立命題」が働く可能性がある。しかし永久債は返済を前提としないので、原理的に将来の増税予想も生じない。永久債の発行・引受けを見合いに通貨供給が増えれば、政府の支出額は不変でも、貨幣と財のバランスは貨幣流通量増加の方向に変化し、一般物価が上昇し、デフレを解消できると考えられる。

そのやり方のひとつを提示するならば、通常の国債の発行に代えて、永久国債（返済期限無しの国債）を政府が発行し、日銀がそれを引き受け、通貨を供給すれば、銀行融資の拡大という媒介なしで直接

しかし、これは既に日銀の裁量権で行える金融政策の域を超えている。もし、日本経済が二〇〇八年以降再びデフレを伴った景気後退という事態に直面するならば、是非政府施策として検討すべき選択

的にマネー供給が増える。「返済期限無しの国債」とは、金利が付利されるかどうかを除けば実は「通貨」に他ならない。従つて永久国債の発行は政府が紙幣を刷ることと同じことであるが、現代では政府部門が行政と中央銀行に組織上分離していることを踏まえた便法である。

* 1 鶴飼博史「量的緩和政策の効果・実証研究のサーキュラー」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ100六年七月

* 2 伊東光晴「現代に生きるケインズ」1004年五月、岩波新書

* 3 Joseph E.Stiglitz, "I Dissent : Unconventional Economic Wisdom" March 2003, 邦訳「ステイグリツ」教授の経済教室】ダイヤモンド社(100七年一〇月)より