

2002 年 11 月 29 日

日本銀行・須田美矢子

## 「量的緩和」政策の暫定的評価と今後の論点<sup>1</sup>

### 1. はじめに

日本銀行政策委員会審議委員の須田美矢子です。皆様とは本日が初対面ですが、私自身としては、今年 6 月の京都大学、7 月の琉球大学に続く、“出前講義”の第 3 弾ということになります。皆様は、大学でマクロ経済学を学び、「金融を緩和すると、利子率が低下し、投資が増加し、総需要が増大する」と理解しているだろうと思います。そして、短期金利がゼロ近傍まで低下している現状下で、「金融政策は何をやっているのか」、「新聞紙面などで『追加緩和』という見出しを見掛けるが、金融政策にできることは残っているのか」などという疑問を持っているのではないかと思います。そこで、本日は、「量的緩和」と呼ばれている現在の金融政策運営の基本的な考え方とその効果などについてできるだけ丁寧にご説明します。

日本銀行は、日本銀行券を発行し、また、日銀当座預金を金融機関などに提供しています。日銀当座預金は、日本銀行と当座取引契約を結んでいる金融機関などが日本銀行に保有する当座預金です。政府債務である流通貨幣（硬貨）も日本銀行の窓口を通じて供給されます。これらを合わせたものが「日本銀行が供給する通貨」であり、マネタリーベース、ベースマネー、あるいはハイパワードマネーと呼ばれています<sup>2</sup>。では、マネタリーベース

---

<sup>1</sup> 日本銀行政策委員会審議委員・須田美矢子は、2002 年 11 月 11 日、名古屋大学経済学部において特別講義を行いました。本稿は、その内容を加筆修正したものです。

<sup>2</sup> 因みに、直近 2002 年 10 月のマネタリーベース平均残高は 85.9 兆円、その内訳は、銀行券発行高 66.4 兆円、貨幣流通高 4.3 兆円、日銀当座預金残高 15.2 兆円（うち準備預金 13.8 兆円）となっています。

の供給はどのような性格を持っているのでしょうか。

一つの考え方は、マネタリーベースの供給は金融市場に対する「流動性の供給」であるというものです。中央銀行は、相対的に流動性の低い金融資産と等価交換することによりマネタリーベースを供給している、という考え方です。こうした見方は、中央銀行のみならず、広く一般にも受け入れられています。これに対して、「マネタリーベースの供給」は、「流動性の供給」に止まらず、「所得の移転」さえも排除しないという考え方もみられます。中央銀行から民間部門への所得の移転という、財政政策の範疇に近い機能を伴う場合であっても、「中央銀行が行う限り、それは金融政策である」という考え方です。

日本銀行は、2001年3月、景気回復テンポが鈍化し、一段の景気下押し要因があることを考慮して、「通常では行われなような、思いきった金融緩和」に踏み切りました。私は、昨年3月以降の政策運営について、「マネタリーベースの供給が『流動性の供給』である」という認識に基づいて考えられる範囲の中で、できることを徹底的に追及してきた」と認識しています。

前置きは以上に止めて、早速、講義に入ります。講義の構成は以下のとおりです。最初に、昨年3月以降の金融政策運営の内容を整理します。一般に、金融政策の効果を議論する場合には、金融政策の効果が实体经济に波及する経路　金融政策のトランスミッション・メカニズムと呼ばれています　を具体的に想定し、それを明らかにすることが不可欠です。そこで、次に、このような金融政策運営の効果に関する概念整理を行います。そして、こうした概念整理を踏まえたうえで、昨年3月以降の量的緩和の効果を暫定的に評価することに致します。最後に、経済学者の間で古くからある一つの思考実験を取り上げることに致します。それは、「ヘリコプターから、ただで銀行券をばら撒く」というヘリコプターマネー政策です。これは、「流動性の供給」という範囲を越えて「所得の移転」の域にまで踏み込む金融政策の、一つの究極のアイディアです。私も、文字どおり「ヘリコプターから、ただで銀行券をばら撒く」ことが現実的な選択肢であると考えている訳で

はありません。しかし、その論点整理を通じて、金融政策運営を巡る今後の議論を皆様ご自身で評価するための1つの視点を提供できるのではないかと思います<sup>3</sup>。

## 2．現在の金融政策運営の基本的な考え方

現在の政策運営の内容を整理しますと、次の5つにまとめることができます。

### 2．1 金融調節の操作目標は量的金融指標（日銀当座預金残高）<sup>4</sup>

現在、日本銀行は、金融調節における主たる操作目標を、従来の「無担保コール取引のオーバーナイト金利」から、マネタリーベースの一部である日銀当座預金残高という「量的金融指標」に切り換えています。このため、現在の金融政策運営は「量的緩和」と呼ばれています。

日銀当座預金の基本的な役割は次の3つです。第1に、金融機関が、日本銀行、国、および、他の金融機関との取引を決済するための手段という役割です。第2の役割は、金融機関から個人や企業が引き出す銀行券に対する支払準備です。また、第3に、準備預金としての役割があります。金融機関は、受け入れている預金などの債務の一定比率（準備率）以上の金額を日本銀行に預け入れることを法律で義務付けられています<sup>5</sup>。準備預金制度に

---

<sup>3</sup> 量的緩和政策を含む、日本銀行の金融政策運営に関する議論については、小宮隆太郎・日本経済研究センター（2002）が有用です。

<sup>4</sup> マネタリーベースの基本的な特性、および量的緩和政策のもとにおけるマネタリーベースの構成要素（日銀当座預金と流通現金）の動きとその背景などに関しては、日本銀行企画室（2002）を参照して下さい。

<sup>5</sup> 日銀当座預金取引先には証券会社や短資会社もありますが、大部分は銀行や信用金庫などの預金取扱金融機関です。なお、預金取扱金融機関のうち、銀行、1,600億円超の預金量を有する信用金庫、および農林中央金庫が、法律により準備預金制度の対象先（準預先）となっています。準預先だけが、預金など債務の一定比率（準備率）以上の金額を日本銀行に預け入れることを法律上義務付けられています。

基づく当座預金残高も、資金決済に充てることができます。このように、金融機関は、日銀当座預金を保有していると、決済に用いることができるという流動性サービスを享受できます。

では、この流動性サービスを享受することの対価は何でしょうか。金融機関が日銀当座預金にある金額を預け入れるということは、その金額を短期金融市場などで運用していれば得られたであろう収益をあきらめることを意味します。日銀当座預金には金利が付かないため、この収益相当分が流動性サービスを享受するために負担する対価（機会費用）ということになります。

流動性サービスを受けることにより得られる便益は、日銀当座預金残高が増加するほど高まります。この便益の限界的な増加分は、当座預金残高が増えるにしたがって逡減します。その裏返しですが、当座預金残高が増えるとともに、金融機関が流動性サービスの便益を享受するために追加的に負担しても良いと考える機会費用も逡減します。したがって、縦軸に機会費用である短期金利、横軸に日銀当座預金残高需要をとりますと、金融機関にとっての日銀当座預金の需要曲線は基本的に下に凸の右下がりとなります（現在、日銀当座預金残高は所要準備額を大幅に上回っているため、ここでは、準備預金制度の存在を考慮せず、議論を簡単化します）<sup>6</sup>。

他方、日本銀行は、オペレーションや貸出による資金供給・吸収によって、日銀当座預金残高を最終的に調節できる唯一の経済主体です。2001年3月以降の日銀当座預金残高を操作目標とする金融調節方式のもとで、日本銀行の資金供給曲線は、目標額のところで垂直に立つ直線として表わすことができます。

さて、上記の需要・供給曲線の枠組みを踏まえますと、短期市場金利が日銀当座預金の

---

<sup>6</sup> 準備先にとって、短期的には、日銀当座預金に対する需要曲線は、法律上義務付けられている所要準備額のところでほぼ垂直になり、これを上回る領域では右下がりという2種類の不連続な曲線をつなぎ合わせた形になります。

供給曲線と需要曲線との交点で決定されることが理解できると思います。日銀当座預金に対する需要が安定的であれば、操作目標がオーバーナイト金利であっても、当座預金残高であっても、金融政策の波及経路の出発点が異なる訳ではありません。

そこで、最近の日銀当座預金に対する需要の動きをみることにします。まず、昨年 9 月初めに、日本銀行は、金融調節上の取引金利の刻み幅を従来の 0.01% から 0.001% に縮小しました。この結果、短期金利が極限まで低下し、日銀当座預金に対する需要は増加しました（日銀当座預金に対する需要曲線の上を下方に移動）<sup>7</sup>。それに加えて、こうした極めて低い金利のもとで当座預金需要が一段と増加しました（日銀当座預金に対する需要曲線が右方シフト）。後者について、その背景を整理しますと、次の 3 点が指摘できます。

第 1 に、金融システム不安の高まりの影響です。

金融システムに対する不安が高まる局面で、流動性を円滑に確保できないという事態に備えて資金を予め豊富に確保しようとする需要、すなわち予備的需要が増加しました。

第 2 に、短期金融市場の機能低下の影響が窺えます。

短期金融市場に参加している金融機関の資金ポジションは必ずしも一様ではありません。資金余剰主体もあれば、不足主体も存在します。わが国の場合には、一般に、所要準備額は、金融機関が資金決済などの支払準備として必要であると認識する水準よりも高くなっ

---

<sup>7</sup> 実際に、無担保コール・オーバーナイト物の金利は、0.001～0.002%で推移しています。この水準で少額の運用を行う場合には、短資手数料や他の取引コストが、コールローンの収入を上回ることになります。例えば、無担保コール・オーバーナイト物で金利 0.001%、金額 100 億円で運用しますと、短資手数料控除後のコール運用収益は 136 円になります。これに対して、約定確認システム使用料、日銀ネット振替手数料などその他のコストが 1 件当たり 180 円です。さらに、これは、最低限のオペレーショナル・コストのみを考慮したものであり、人件費などのコストは含まれていません。この結果、短期金利が極めて低い水準まで低下しますと、当座預金を保有することによる機会費用は、こうした取引コストなどを勘案した場合、マイナスになります。こうした動きが当座預金需要を増大させました。

ています。そのため、オーバーナイト金利がプラスである（機会費用が存在する）通常の場合には、金融機関は付利されない日銀当座預金残高を所要準備額に一致させるように、資金過不足を短期金融市場を通じて調整します。日銀当座預金残高が所要準備額を上回ること（超過準備の発生）は想定されません。

ところが、短期金利が極めて低い水準まで低下し、かつ、金融システム不安が根強いという状況のもとで、資金余剰主体が、資金放出先の信用リスクや取引コストなどを勘案して、短期金融市場への資金放出を断念し、余剰資金をそのまま日銀当座預金に積み上げるという動きをみせるようになりました。こうした中で、資金の調達側は、市場での調達の難しさをより強く意識して、当座預金需要を必要以上に増やそうと努めるため、予備的需要は一段と高まることとなります。このようにして、日銀当座預金に対する需要が全体として増加しました。

さらに、こうした事情を背景に、一部の外国銀行が日銀当座預金で円資金を「運用」するために大量の超過準備を保有するという動きが新たに発生しています。

邦銀に比べて格付けが高い外国の銀行では、昨年 9 月頃から、円・ドル間の為替スワップの取引条件が邦銀よりも有利となったことから、外国の銀行が邦銀に対してドルを与信する見返りとして円を調達するコスト（円転コスト）がマイナスとなりました。只今、短期金融市場では資金余剰主体が余裕資金の運用を手控えるようになっていていると指摘しましたが、こうした外国の銀行でも、基本的には同じ理由から、為替スワップ取引に応じることに伴って保有する大量の円の余裕資金を日銀当座預金に預けるようになりました。

以上申し上げた様々な要因が重なることにより、日銀当座預金に対する需要が基本的には増加傾向を辿ってきました。

さて、本来、金利を操作目標にしている場合には、日銀当座預金に対する需要の増加（日銀当座預金の需要曲線の右方シフト）に対して、日本銀行は流動性の供給量を増加させ、金利の変動を抑えるように努める筈です。多くの中央銀行が、短期市場金利を操作目標にしているのは、大幅な金利変動を抑えることにより、金融市場を安定化させる効果を重視

しているためです。他方、仮に、日本銀行が日銀当座預金残高を所定の目標額にきっちりと一致させるように金融調節を行う場合、日銀当座預金に対する需要が大きく増加すれば、市場金利は大きく上昇することになります<sup>8</sup>。

それにもかかわらず、実際には、オーバーナイト金利がゼロ%近傍で安定的に推移しているのはなぜでしょうか。

まず指摘したいことは、日本銀行では、毎回の金融政策決定会合において次回会合までの日銀当座預金目標額を決定していますが、資金需要の基調的な増加に対して目標額を引き上げてきたという点です。すなわち、現在の政策運営に踏み切った昨年 3 月時点では目標額を「5 兆円程度」としましたが、現在では「15 兆円から 20 兆円程度」としています。

## 2.2 「なお書き」の効果

さらに、予備的な動機などにより日銀当座預金に対する需要が一時的に急増する状況にも備えてきました。すなわち、金融調節方針には、「資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う」という方針を書き添えています。この部分が「なお」という書き出しで始まることから、「なお書き」と呼ばれています。仮に、日銀当座預金に対する需要が目標額を超えて増加する局面において「なお書き」が適用されていなければ、一時的には短期金利が大幅に上昇していた可能性が高いと思います。実際に、「なお書き」が適用されたケースとしては、2001 年 9 月の米国同時多発テロの直後や、今年 3 月の定期性預金のペイオフ解禁の直前などの局面があります。

---

<sup>8</sup> 日本銀行が、2001 年 3 月 19 日に公表した「金融市場調節方式の変更と一段の金融緩和措置について」の中でも、金融市場調節の操作目標の変更に関して、「金融市場調節に当たり、主たる操作目標を、これまでの無担保コールレート（オーバーナイト物）から、日銀当座預金残高に変更する。この結果、無担保コールレート（オーバーナイト物）の変動は、日本銀行による潤沢な資金供給と補完貸付制度による金利上限のもとで、市場に委ねられることになる」と説明しています。

## 2.3 時間軸効果

日本銀行は、只今申し上げた金融調節の枠組みを、消費者物価の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで続けると約束しています。

長期金利と短期金利の関係については、「期待理論」と呼ばれる考え方があります。期待理論は、「期間の長い市場金利は、その対応する期間において予想されるオーバーナイト金利の平均になる」という考え方です。この考え方を踏まえたと、オーバーナイト金利の変化は、その他の短期金利や、中長期の金利に金利裁定を通じて波及すると考えられます。

したがって、日本銀行が現在の金融調節の枠組みを「消費者物価の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで続ける」と約束し、それが市場で十分に信認されたと、「デフレが続くと想定される期間中、オーバーナイト金利は、ゼロ%近傍で推移する」という予想が市場で生まれ、その結果、ターム物金利や中長期金利が低位で安定するようになります。この金融緩和効果は、中央銀行が市場に対して行う約束やコミットメントに基づくことから「コミットメント効果」、あるいは、オーバーナイト金利の予想値に働き掛けることから「時間軸効果」と呼ばれています。

## 2.4 補完貸付制度

日本銀行が市場全体に対して供給する資金の量(日銀当座預金残高)は十分であっても、一部の金融機関が資金を大量に抱え込むようなことがあれば、他の金融機関に資金が十分に行き渡らないという事態が起こり得ます。そこで、市場における不測の資金ニーズに対して、柔軟かつ機動的に対応するため、金融機関が、適格担保さえあれば、自らの判断により公定歩合(現在0.10%)で必要な資金を借り入れることができるという制度を設けています<sup>9</sup>。これが補完貸付制度です。

---

<sup>9</sup> 日本銀行が受け入れている適格担保の残高については図表をご参照下さい。



金融機関は、短期金融市場における調達金利が公定歩合よりも高くなると見込まれる場合には補完貸付制度を利用し、逆に公定歩合以下になると見込まれる場合には短期金融市場で調達するという選択肢を持つことになります。したがって、補完貸付制度は、無担保コール・オーバーナイト物の金利の上限を公定歩合の水準で画し、ひいては、短期金融市場に参加する金融機関などの資金繰りに対する安心感を醸成し、より長めの短期金融市場金利を安定化させる効果を発揮すると考えられます。

ところで、先ほど日本銀行の資金供給曲線について、「基本的には、日銀当座預金残高目標額のところで垂直に立つ直線で表わすことができる」と申し上げました。これに補完貸付制度の効果を加味しますと、資金供給曲線は、垂直線に加え、金利が公定歩合となるところで、水平な直線を右側に延ばした形状をとることになります（厳密に言いますと、適格担保が有限であるため、日本銀行が供給可能な当座預金残高にも上限はあります）。

## 2.5 長期国債買い切り

日本銀行では、日銀当座預金残高の目標を実現するために必要であれば、日本銀行券の発行残高の範囲内という歯止めのもとで、長期国債の買い入れを増額することにしていきます（長期国債買いオペの金額＜1か月当たり＞は、2001年3月時点の4千億円から、現在では12千億円に増額されています）。

以上を一括りにしますと、現在の金融政策運営は、デフレからの脱却を目指して、「当座預金残高ターゲティング」、「なお書き」、「時間軸効果」、「補完貸付」、「長期国債買い切り」といった構成要素を最大限に活用して潤沢に流動性を供給し、「オーバーナイト金利は、今後ともデフレが続くかぎりゼロ%近傍が継続し、かつ、日々大きく振れることもない」という確信を市場に深く浸透させるように努めていると評価することができます。実際に、市場では、「現在の金融政策運営は、単純に当座預金残高の数値目標にコミットしているのではなく、まずはゼロ%近傍のオーバーナイト金利を継続的に実現することに強くコミットしたうえで、さらに量の増加そのものが金利低下とは異なる独自の波及効果を持つのかどうかを追求するというかたちで二段構えになっている」と受け止めら

れていると思います。

### 3．政策効果の概念整理

現在の政策運営に踏み切った昨年 3 月 19 日の金融政策決定会合の議事要旨を読み返しますと、日本銀行政策委員会では、「効果が必ずしも確実ではない政策にあえて踏み込む」という認識が共有されていたことが分かります。そこで、現在の政策運営の効果がどのようなルートを通じて顕現化していくと期待されるかという点について、基本的な考え方を整理します。金融政策の波及経路については様々な考え方がありますが、ここでは、金融調節が資産価格に影響を及ぼし、資産価格の変化が実体経済に影響を及ぼす、という 2 段階で考えることに致します。

#### 3．1 資産価格への影響

まず、金融調節が資産価格、特に債券価格に与える影響を考えます。債券の価格と金利は一対一で対応しますので、以下では、長期金利についてお話しします。理論的には、オーバーナイト物よりも期間が長いターム物金利や中・長期金利は、その対応する期間の「予想オーバーナイト金利の平均値にリスク・プレミアムを加えたもの」と考えられます。このリスク・プレミアムの具体的な内容としては、以下のようなものがあります。

第 1 に、将来の価格変動リスクに対するプレミアムです。

先ほど、「期間の長い市場金利は、その対応する期間において予想されるオーバーナイト金利の平均になる」という期待理論の考え方をご説明しました。しかし、実際に一定期間の投資を考える場合には、将来のオーバーナイト金利の予想だけではなく、その確からしさが重要な判断基準になります。通常、オーバーナイト金利が予想から乖離する不確実性は期間が長くなるほど増大します。そこで、期間が長めの金利には金利変動リスクに相当するプレミアムが上乗せされることになります。こうした観点から、後で詳しくご説明しますが、財政節度の確保は、この価格変動リスク・プレミアムを抑えるうえで非常に重要です。

第 2 に、流動性リスク・プレミアムです。

一般に、資産価格には、それを売却したり、あるいは外部から資金を調達する際の担保として利用することにより、どの程度容易に現金に転換することができるかという意味の流動性サービスの価値が暗黙裡に織り込まれていると考えられます。そして、流動性が相対的に低い資産の価格には、将来それを換金する場合に必要であるとみられる取引コストがディスカウントされています。そのディスカウント分は、投資家が流動性リスクを取る見返りに求める報酬であり、流動性リスク・プレミアムと呼ばれます。通常、わが国の国債の市場ではさほど意識されませんが、金融システムが不安定な状況では、何らかのきっかけで市場全体の流動性が急激に減少する可能性が高まるため、プレミアム幅が拡大すると考えられます。この点は、後ほど詳しくご説明します。

第 3 に、信用リスク・プレミアムがあります。

これは、資金調達側がデフォルトに陥るリスクに対するプレミアムです。一般に自国通貨建て国債の場合は信用リスク・プレミアムはゼロと考えられますが、資金調達側が民間の場合にはなにがしか正のプレミアムがつきます。オーバーナイト金利の場合でも、借り手の信用度に応じてプレミアムがつきます。また、契約期間が長いほど、その間にデフォルトとなる可能性が高まるため、信用リスク・プレミアムは増大すると考えられます。

そこで、長期国債は、基本的に、予想オーバーナイト金利の平均値、金利変動リスク・プレミアム、流動性リスク・プレミアムの和である（信用リスク・プレミアムはゼロ）と考えられます。そこで、この関係を踏まえて、日本銀行の金融調節が長期金利に及ぼす影響を考えることにしましょう。

### 3 . 1 . 1 予想オーバーナイト金利の平均値および金利変動リスク・プレミアム

「予想オーバーナイト金利の平均値」と「金利変動リスク・プレミアム」については、基本的に、将来の経済・物価見通し、および、それを踏まえた将来の金融政策に関する予想によって規定されます。現在、経済・物価見通しが慎重化しているうえに、日本銀行

が先ほどご説明したとおり各種の工夫を重ねていることから、「かなりの確からしさで、当分の間、オーバーナイト金利はゼロ%近傍で安定的に推移する」という予想を生んでいます。これを反映して、ターム物金利や中・長期金利は低下することになります。

要するに、一般に、金融政策の効果を考えるうえでは、将来の金利に関する予想が、現在のイールド・カーブに反映され、それが現在の経済活動を刺激するというメカニズムが働くこと、現在の金融政策運営では、そのメカニズムを最大限に活かすために、現在の政策運営を継続する期間を可能な限り明らかにしていること（時間軸効果）の2点をしっかりと理解して頂きたいと思います<sup>10</sup>。

### 3.1.2 流動性リスク・プレミアム

次に、流動性リスク・プレミアムについて考えることにします。流動性サービスの便益の限界的な増加分は、所得や富など他の条件を一定とすれば、マネタリーベースの残高が増加するにしたがって低下すると考えられます。日銀当座預金は、銀行券と同じく、最も高い流動性を備えていること、（債務者は日本銀行ですから）債務不履行のリスクはないこと、金利が付されないこと、が特徴的です。日本銀行が資金供給オペを積極化し、流動性の供給量を増加させますと、流動性リスク・プレミアムは低下します。マネタリーベース、あるいは、流動性が相対的に高い資産が暗黙裡に提供している流動性サービスの便益の限界的な増加分が低下すれば、金融機関などの経済主体は、自らのポートフォリオを見直し、流動性が相対的に低い資産に対する需要を高めるようになります。この結果、短期金融市場以外の金融商品、例えば長期国債が現状よりも多く購入されると、これらの長期金利が低下する可能性があります。これが、ポートフォリオ・リバランス効果という考え方です<sup>11</sup>。

---

<sup>10</sup> 山口泰（2000）

<sup>11</sup> King（2002）

例えば、金融機関のポートフォリオが日銀当座預金、短期国債、および長期国債から構成されているとします。今、短期国債の金利がゼロ近傍まで低下しますと、金融機関は、日銀当座預金と短期国債をほぼ完全に代替的な資産であると認識することになります。そうしたもとで、金融機関がポートフォリオの最適化の観点から注目するのは、日銀当座預金と短期国債の総額のみになります。そこで、金融機関が、短期国債と長期国債が完全代替的でないと認識しているならば、ポートフォリオを再調整して長期国債保有を高める可能性があります。

以上、長期金利に焦点を当ててお話ししてきましたが、その他の資産についても同様の議論が当てはまります。要するに、オーバーナイト金利がゼロ%の下限に到達している場合でも、流動性の積極的な供給が起点となって、ポートフォリオ・リバランス効果が発揮されれば、長期金利が低下し、その他の資産価格が上昇する可能性があると考えられます。

### 3.2 資産価格の変動から実体経済へ

一般に、金融政策は金利のチャネルを通じて経済に影響を与えるという考え方が広くみられます。これは、金利感応的といわれる設備投資や住宅投資などの投資額は、その投資を行うことによって得られる収益率とその投資をファイナンスする市場金利の関係で決定されるという伝統的な考え方に基づいています。したがって、市場金利の低下は、企業や家計の支出活動を刺激すると考えられています。

しかし、金利と設備投資の関係だけで金融政策の効果を理解しようとすることは適当ではありません。金融政策のトランスミッション・メカニズムには、このほかに、資産価格を通じる次のようなルートが考えられます。

まずクレジット・チャネル効果と呼ばれている波及経路について説明します<sup>12</sup>。例えば、金融政策がクレジット・チャネルを通じて設備投資に波及する経路を考えましょう。具体

---

<sup>12</sup> Bernanke and Gertler (1995)

的には、外部から資金を調達して設備投資を行うケースを念頭に置いて話を進めます。資金の貸し手と借り手の間に情報の非対称性があるため、企業は必ずしも常に、必要なだけの資金を調達できる訳ではないといった制約に直面していると想定します。このため、基本的に、企業がどれほどの資金量を、どの程度のコストで外部から調達することができるのか、という点については、その企業の信用リスクに対する評価がかなり重要な要因であると考えられます。そして、当該企業に関する信用リスクの評価は、基本的にその財務状況によって規定されます。こうした中で、金融緩和の効果が資産価格の上昇につながりますと、借り手・貸し手双方の資産内容が改善され、自己資本が増加します。自己資本は、将来生じ得る損失を吸収するバッファです。自己資本が増加した経済主体では、自らのリスク負担に対して前向きになります。このようにして、銀行からの借入であれ、資本市場からの調達であれ、企業が外部から資金を調達することが容易になると考えられます。

財務状況の改善による好影響は資金調達コストにも及びます。銀行貸出に伴うリスクの本質は貸倒れの発生という信用リスクですから、貸倒れリスクをできるだけ正確に予測し、予測可能な損失に見合うリスク・プレミアムを予め貸出金利に上乗せすることは合理的な行動です。また、資本市場（例えば社債市場）においても、信用リスクが資金調達コストを左右します。企業の財務状況の改善は、貸倒れリスクを減らしますから、リスク・プレミアムの低下により、資金調達コストを引き下げる方向に作用します。

要するに、金融緩和は、資産価格の上昇を通じて、内部資金に制約がある企業がより多くの資金をより低いコストで調達することを可能にします。こうした企業金融の緩和が企業の設備投資を後押しすれば、総需要が増大していくことが期待できます。

第 2 に、為替相場の変動を通じる効果が指摘できます。

短期的な為替レート決定理論では、「内外金融資産の収益率（資産を外貨建てで運用することに伴うリスク・プレミアムを加味したもの）が等しくなるように、金利と為替レートが同時にかつ内生的に決定される」と考えられます。したがって、他の条件を一定にして国内金利が低下しますと、外貨建て資産が選好される一方、円建て資産は敬遠されるよ

うになり、円安が進み、外需が増大する可能性があります。

また、日本には膨大な対外純資産があります。円安が進行すれば、多額のキャピタルゲインが発生します。その他の資産価格の上昇とあいまって、資産効果が経済活動を刺激する要因として働くものと考えられます。

以上、金融政策の波及経路に関する基本的な考え方を整理して参りました。

#### 4．量的緩和の効果に関する暫定的な評価

そこで、昨年３月以降の量的緩和の効果をレビューしたいと思います。なお、量的緩和の効果は、外部経済環境の影響を受けますし、タイムラグも存在すると思います。また、量的緩和を採用しなかった場合との厳密な比較も困難です。このため、以下申し上げる評価はあくまでも私自身の暫定的なものであることを予めお断り申し上げます。

##### 4．１ 金利の低下

まず、通貨供給面をみますと、マネタリーベースは前年比２割程度の高い伸びが続いています。こうした中で、短期金融市場の金利の動きをみますと、オーバーナイト金利、ターム物金利は、低下余地が小さかったとはいえども、極限まで低下しました。この間、米国テロ事件、株価の急落などの荒波が押し寄せ、金融資本市場に相応のストレスが掛かる局面はみられましたが、金利の上昇は総じて限定的でした。

また、長期金利の低下も明瞭に観察されます。中長期ゾーンの金利は、かなり低下しているうえ、ボラティリティも低下しています。

長期金利の低下については、単に経済・物価見通しの慎重化を反映した動きというだけではなく、金融政策継続に関するコミットメント効果を通じて、現在の金融政策の枠組みが持続するとみられる期間が自ずと延び、かつ金利変動リスク・プレミアムや流動性リスク・プレミアムを低下させていることを反映している面があるとみられます。

## 4.2 流動性リスク・プレミアムの抑制による経済下支え効果

それに加えて、現在の量的緩和は、金融機関の流動性不安、すなわち流動性リスク・プレミアムを抑え込み、金融市場の不安定化や企業金融の逼迫などを起点とする景気の悪化を未然に防止しているという意味で、経済の安定化、あるいは下支えに大きく貢献していると評価することができると思っています。

この点を敷衍します。先ほど流動性リスク・プレミアムについて説明した際、流動性の積極的な供給が流動性リスク・プレミアムを低下させ、それが流動性の相対的に低い資産の価格を高める可能性があると申し上げました。ところが、現在、わが国の金融政策運営の効果を考える場合には、金融システム不安が根強いため、流動性制約を通常よりも強く意識せざるを得ない状況に直面しているという特殊性を直視する必要があります。

こうした状況のもとでは、資金の出し手が資金の取り手を選別する傾向が強まります。短期金融市場では、全体としては流動性が不足していないとしても、それが適切に配分されないために、個々にみれば厳しい流動性制約に直面する市場参加者が出てくる可能性が高まります。そこで、市場参加者が流動性の制約を強く意識し、「近い将来、金融システム不安から流動性を市場で調達することが困難になる可能性がある」と考えるようになりますと、いざという時にできるだけ速やかに、かつ、買い叩かれることなく公正な価値で換金できる資産を選好する傾向が強まります。正に、流動性リスク・プレミアムが高まる状況です。そして、流動性が高い資産に対する需要が増大し、逆に流動性が低い資産は敬遠されることとなります。同様の理由から、長期運用を避けて、短期契約で次々に資金を転がすかたちで資産を運用しようとする投資家が増えるでしょう。こうした中で、万が一何らかのショックによって金融システム不安が高まることがあれば、金融機関などが流動性をかき集めるために手持ちの金融資産を売却する動きを強め、その結果、資産価格が下落し、ひいては、それが負のクレジット・チャネル効果などを通じて経済活動を一段と収縮させるという悪循環が起こる可能性があります。

これに対して、日本銀行では、流動性リスク・プレミアムの高まりを起点とする悪循環



を回避する、すなわち経済活動を下支えるために、金融機関の流動性需要の増加に対して徹底的に応えていくという姿勢で金融政策を運営しています。日本銀行では、こうした問題意識を持って、金融機関の流動性需要を充足するため、短期金融市場の動向に細心の注意を払い、様々な工夫を重ねながら金融政策を運営している次第です。

#### 4.3 他の資産価格への影響

他方、これまでのところ、残念ながら、金利以外の資産価格には、量的緩和による影響は明瞭には窺われないように思われます。すなわち、金融機関のポートフォリオについて、現金、日銀当座預金、短期国債、長期国債などの安全資産とその他の資産（貸出、外債、株式など）に大別して、各々の構成比をみますと、安全資産に対する投資額が大幅に増加する一方、貸出、株式投資は減少を続けています。さらに仔細にみますと、CP、社債に対する投資は増加していますが、高格付け指向が強まっています。こうした安全資産指向の強まりは、金融機関に限らず窺われます。銀行よりも投資のタイムスパンが長い生損保などの機関投資家でも、金融機関と殆ど変わらない投資行動となっています。また、家計や企業の資産選択についても、全体として安全資産に対する指向、リスクを回避する指向が強まっています。

こうした中で、「日本銀行は、『思い切った金融緩和政策を続けている』と説明しているが、金融機関は貸出を減らして国債を買っている。お金は世の中に出回らず、日本銀行と金融機関と政府の間をグルグル回るだけではないか」という批判が聞かれます。私も、後ほど説明するとおり、信用仲介機能の低下が实体经济に及ぼす影響を強く懸念しています。

他方で、わが国全体の資金の流れを金融機関貸出という切り口だけで評価することは適切であるとは言い難いように思います。そもそも、金融機関全体としてみた国債の残高が増加していれば、政府にその代り金が入っていることになります。政府は国債の発行により調達した資金を財政支出で使っている訳ですから、巡り巡ってその資金は国民に渡っていると考えられます。

したがって、現在の政策運営は、それ自体を意図していた訳ではありませんが、結果としては、国債が金融機関などによって円滑に消化される枠組みを提供する役割を果たしてきたことも見逃せないと思います。

すなわち、量的緩和は、中長期ゾーンの国債に投資するための資金調達コストを極めて低位に安定させてきました。国債保有に伴う金利変動リスクと流動性リスクはかなり抑制されています。そして、短期国債だけではなく、中期国債の発行金利もゼロ%に接近しています。また、金融面にストレスが掛かった時期においても、期末・年末越えの金利上昇を抑制し、国債投資のための安定的な資金調達環境を実現してきたと考えられます。このように、日本銀行の金融政策は、金融機関などが中長期国債に投資し易い環境を醸成し、大量の国債発行が円滑に消化されることに大いに貢献しています。

そして、マネタリーベースは前年比2割程度の高い伸びが続いている一方、マネーサプライは前年比3%台半ばの伸びでしかありませんが、マネーサプライを経済活動（名目GDP）との対比で見れば、相応の伸びを維持していると評価することができます。

このようにみまると、量的緩和については、国債利回りの上昇圧力を幾分なりとも回避し、また、マネーサプライの相応の伸びを支えている、という意味で、「金融が緩和されている状態」の維持に貢献していると評価することができると思います。

#### 4.4 緩和効果を制約している要因

では、これまでのところ、金利以外の他の資産価格には量的緩和の影響が明瞭にみられない理由は何でしょうか。論点は多岐にわたると思いますが、ここでは、全般的に安全資産指向が強まっていること      ポートフォリオ・リバランス効果が限定的にしかみられないこと      に焦点を当てて、議論を進めることに致します。なお、只今、「現在の政策運営が、国債が金融機関などによって円滑に消化される枠組みを提供する役割を果たしてきたことも見逃せない」と申し上げましたが、これを裏返しますと、国債に投資資金が集まることを後押ししたことになります。量的緩和が、安全資産からリスク資産へのポートフォリオ・リバランス効果という当初の想定とは逆方向に作用してしまっていると捉えるこ

ともできるように思います。

ポートフォリオ・リバランスは経済主体の資産選択行動の変化を意味します。資産選択ではリスクとリターンが重要な判断基準になります。リターンとは、事前に見込まれる収益率、すなわち期待収益率です。また、リスクとは、将来の価格変動を考慮して、「実現する収益率が期待収益率からどの程度散らばる可能性があるか」という散らばり具合を意味します。

今日では、金融機関に限らず、家計や企業においても、金利がほぼゼロ%（ノーリターン）でもノーリスクの安全資産、また、リスク資産の中でも比較的安全性が高いとみられる資産が選好され易くなっています。これは、貸出や株式などリスク資産への投資を検討する場合でも、あるいは企業が設備投資計画を策定する場合でも、「リスクが高く、リターンが低いために、リスク勘案後の期待収益率はマイナスになる」と認識されていることを示唆しています。

#### 4.4.1 低い期待収益率

そこで、安全資産指向の強まりの背景について、リターンとリスクに分けて検討します。まず、リターン（期待収益率）が低い理由については、現在の日本経済が、実質経済成長率が低く、なかなか物価下落からの出口に手が届かないという「デフレの罠」的な状況にあり、そこから脱却する明確な道筋を見出し切れていないという問題点が指摘できます。

ここでは、期待収益率が低い原因について、金融面に絞り、特に重要であると考えている次の2点を取り上げることにします。

##### （名目金利のゼロ制約）

一つは、名目金利のゼロ制約の影響です。名目金利には、当り前のことですが、ゼロ%よりも低下できないという制約があります。これまでの議論からご理解頂けるとと思いますが、金利のゼロ制約に直面しますと、民間経済主体は、「金利低下が起点となって経済

が回復に向かうという波及経路は断たれている。したがって、デフレが解消に向かうメカニズムは働かない。むしろ、金利のゼロ制約から経済は回復に向かわないため、デフレ圧力は高まるかも知れない」と先読みしかねません。そして、デフレ期待が強まり、実質金利の上昇、景気の悪化というかたちで悪循環を想定しますと、期待収益率が低下します。

### （金融機関や機関投資家などのリスク許容度の低下）

次に指摘したいことは、金融機関、機関投資家、あるいは企業のリスク許容度が低下しているために、信用仲介機能が十分に働いていないという問題点です。ここで言う「リスク許容度」とは、金融機関などの自己資本の水準だけではなく、経営者のリスクテイクに関する姿勢（リスク選好の度合い）や会計制度などにも依存します。同じ自己資本額であっても、経営方針や会計制度が異なれば、リスクの許容度も当然異なると考えられます。

信用仲介機能の本質は、経済社会に存在する様々なリスクとリターンの評価とその再配分にあります。信用仲介機能は、それ自体が経済成長を創り出すものではないとしても、潜在的な成長企業・産業への資金供給や国民資産のより有利な運用を可能にすること、企業経営に対する金融資本市場からの規律付けはこれと表裏一体の関係にあります。により、経済に内在するダイナミズムを顕在化させ、経済厚生フロンティアを押し広げる効果を有していると考えられます。

そして、今日、世界的には、情報処理・通信技術の発達などを背景にした金融のイノベーションが、金融機能の解き離しと括り直し、あるいは各機能に係る専門化・高度化、従来はプライシングが行われていなかった資産、事業、技術、リスクなどに関するプライシングを通じた経済取引の台頭などを通じて、信用仲介機能を一段と高めることが強く期待されています。

ところが、近年、わが国では、不良債権問題が金融機関の経営体力・収益力との対比でみて厳しい状況にある中で、金融機関の信用仲介機能はむしろ低下しています。また、本来、これを補うことが期待される生保・年金などの機関投資家も、高めの予定利率と実際の運用利回りとの乖離、いわゆる逆鞘問題によって経営体力が低下しています。このため、

金融機関、機関投資家とも、リスクをとって積極的に新しい分野に向かうことが難しい状況にあります。こうした状況が長期化しますと、民間部門では、「企業経営に対する金融資本市場からの規律付けやリスク・キャピタルの適切な配分を通じる、既存企業の再生と成長企業の増加というモメンタムの維持・加速は期待し難い、したがって、日本経済の慢性的な非効率 すなわち構造問題 はなかなか解消に向かわない」という予想が生まれ、経済主体の成長・収益期待が低下することになります。

#### 4.4.2 高い不確実性

民間経済主体の安全資産指向が強まっているもう一つの理由は、不確実性の高まりです。

現在、景気回復に弾みが見つからない最大の理由は、設備投資の立ち上がりが鈍いことであると考えられます。マクロ的にみますと、企業収益は回復しており、企業部門のキャッシュ・フローは大幅な余剰となっています。それにもかかわらず設備投資が抑制されています。その主たる理由は、「投資収益率（リターン）」そのものよりも、むしろ「経営環境の先行き不透明感による様子見（リスクプレミアムの大きさ）」にあるとみられます<sup>13</sup>。

また、過去数年間の企業行動をみますと、財務格付けが低い企業ほど債務返済を優先させています。「現在は資金を調達して設備投資できるとしても、将来、その返済期日が到来する時点で金融システムがどのような状況になっているのかが不透明である。悪くすると、信用リスク・プレミアムが拡大し、銀行借入や社債などのロール・オーバーが困難化するかも知れない」という懸念が根強いのではないかと感じます。

理論的には、不確実性には、起こり得る結果とその確率が分かっている場合から、確率が客観的に分からない場合、さらには、どのような結果が生じるかさえ分からない場合ま

---

<sup>13</sup> 実際に、日本政策投資銀行の設備投資行動に関するアンケート調査（調査時点は今年8月）をみますと、最近の設備投資の抑制要因として、「投資採算のみである」と回答した企業は全体の2割弱に過ぎません。「投資採算以外の抑制要因がある」とする回答の割合が約8割を占めていますが、そのうち7割強の企業が「経営環境の先行き不透明感による様子見」と回答しています。

で、様々な場合が考えられます。そして、事前に確率分布が分かっている不確実性を「リスク」、これに対して、そうした情報が得られない不確実性を「真の不確実性」と区別されることがあります。現在、多くの企業は、「『リスク』であればそれなりに対処できるが、『真の不確実性』に直面すると身動きが取れない」と考えているのではないかと思います。

只今指摘した要因は、それぞれが別々に働いているというよりも、むしろ相互に影響を及ぼし合いながら、安全資産指向を強め、量的緩和が景気を刺激していく効果を制約していると考えられます。

## 5．今後の金融政策運営を巡る論点

### 5．1 マクロ経済政策のあり方：総合性と整合性の重要性

今日、「デフレ期の政策対応は日本銀行だけの責任であり、大規模にマネタリーベースを増加させれば、近い将来、必ずデフレを止めることができる」という単純な発想に基づく意見をしばしば耳にします。また、「信用仲介機能を回復するために、その原因である不良債権問題を早急、かつ抜本的に解決するべきである」という割り切りもみられるようになっていきます。

物事を単純化して白黒をはっきりさせようとするれば、どうしても論理の大部分を捨象せざるを得なくなります。しかし、民間経済主体の合理的な将来予想という視点を明示的に取り入れて考えますと、論理的な裏付けを欠いた経済政策が有効に機能することは期待し難いと思います。言い換えれば、マクロ経済政策は民間部門のフォワード・ルッキングな期待形成に耐え得るものでなければならないということになります<sup>14</sup>。

---

<sup>14</sup> 民間経済主体の「フォワード・ルッキングな期待形成」とは、例えば、「合理的な消費者は、今期の所得だけではなく、将来にわたる所得の予想をもとに、効用を最大化するよう支出活動を行う、また、合理的な企業は、将来の需要見通しをもとに、収益の割引現在価値を最大化するよう投資行動を決定する」という考え方です。

### 5 . 1 . 1 総合性

一般に、人々の予想に働き掛けることができれば、将来における経済政策の効力を現時点に借りてくることができます。デフレは様々な要因が重なった結果であり、特定の要因に帰することはできません。したがって、マクロ経済政策がデフレ克服のために有効に機能するためには、「デフレの様々な要因に対峙できるだけの総合性を有している」と人々から受け止められることが必要です。

例えば、先ほどご説明したとおり、量的緩和が景気を刺激する効果を制約している要因は相互に影響を及ぼしあっています。こうした現実を直視せず、経済活動から物価だけを切り出して議論することは適当ではありません。

同様に、わが国の不良債権問題についても、世界的な競争激化などの環境変化のもとで企業の生成・淘汰を含む構造調整が急速に進行しているという現実を直視すれば、「バブルの負の遺産の処理」だけでなく、「産業構造や企業経営の転換・調整圧力を背景に新規に発生する不良債権への対処」という性格が強まりつつあることは明らかなです。したがって、金融機関の経営問題としてではなく、金融と産業双方にわたる日本経済の構造調整と密接不可分の問題として捉える必要があります<sup>15</sup>。

### 5 . 1 . 2 長期と短期の整合性

もう一つの必要条件は、短期的な政策対応が長期的な均衡から要請される規律付けと整合的であることです<sup>16</sup>。

例えば、「ゼロ金利制約のもとでは財政赤字の拡大が望ましい」という意見があります。

---

<sup>15</sup> 日本銀行（2002）。

<sup>16</sup> このセクションの議論については、齊藤誠（2002）の第1部第2章（経済政策における規律と裁量）、木村（2002）が参考になります。

そこで、「今期の有効需要の増加だけを考えるのであれば、非効率な公共投資であっても景気対策の役割を果たすことはできるのではないか」という極論さえも一見もっともらしく聞えるかも知れません。しかし、合理的でフォワード・ルッキングな期待形成を行う民間経済主体を想定しますと、非効率な公共投資は将来の納税負担の増加につながるという予想を生みます。例えば家計では、「生涯にわたる可処分所得が増加する訳ではない」と認識しますので、今期の需要は増加せず、物価の上昇も期待できないということになります。景気対策という短期の問題と、歳出構造の効率化を通じた財政規律の確保という長期の問題は、どちらを優先すべきかという議論ではなく、両者の整合性を確保しなければならないという性格を有していると捉えることが適当であると思います。

今後、総合的かつ整合的なマクロ経済政策によって民間活力が引き出され、デフレ克服に向けた道筋が次第に明確になっていけば、リスク・リターンの関係が改善し、投資行動や金融資産選択行動における安全資産指向が緩和され、リスクテイクの姿勢が強まることが期待できると思います。仮にこうした変化が現実のものとなれば、量的緩和が实体经济活動を刺激する効果は今よりも現れ易くなるでしょう。ひいては、物価下落からの出口に手が届くようになる可能性も出てくるのではないかと思います。

## 5.2 ヘリコプターマネー政策<sup>17</sup>

### 5.2.1 ヘリコプターマネー政策とは何か

本日まで説明してきたとおり、日本銀行としても、経済・物価情勢を手を拱いて傍観している訳ではありません。「物価の安定を第一義的な目標に位置付けている以上、良いインフレもなく、良いデフレもない」という考え方に基づいて、量的緩和に取り組んでいます。しかし、これまでのところ、残念ながら、量的緩和が景気を刺激する効果は明瞭には窺えません。緩和効果をあげていくために、日本銀行はどのような政策を採ることができるの

---

<sup>17</sup> ヘリコプターマネー政策を巡る議論については、Goodfriend(2000)、Bryant(2000)が有用です。



か、という論点を改めて検討しなければならないように思います。そこで、本日の講義を締め括るに当たり、一つの極論を取り上げ、その論点を整理することに致します。その検討を通じて、今後の金融政策運営を考えるうえで重要な論点が浮かび上がってくるのではないか、と思います。

本日の冒頭で、「マネタリーベースの供給」について、「ヘリコプターから、ただで銀行券をばら撒く」といった「所得の移転」を伴うような政策さえも排除すべきではないという考え方がある、と指摘しました。これは、中央銀行が、何の資産も購入せずに、あたかもヘリコプターから銀行券を撒き散らすようにして貨幣を供給するという政策であることから、「ヘリコプターマネー政策」と呼ばれています。皆様は、「中央銀行が銀行券を直接人々に配る」などと聞きますと、狐か狸に化かされたように思うかも知れません。しかし、一例を申し上げれば、財政当局が減税を国債発行により賄い、中央銀行がその国債を買い入れること（中央銀行による減税のファイナンス）は、基本的にはヘコプターマネー政策と共通する性格を有する政策であると捉えることができます。

## 5.2.2 ヘリコプターマネー政策に関する論点整理

ヘリコプターマネー政策という考え方について、私が特に重要であると考えている論点を整理しますと、次のようにまとめることができます。

第1に、「民主主義社会における中央銀行の独立性とは何か」という極めて重要な論点に深く関係していることを指摘したいと思います。

一般に、民主主義社会においては、議会が目的を設定し、それを追求するように中央銀行に指示するということが適切であると考えられています。中央銀行が独立性を持つべきであるという考え方は、目的自体を設定する権限を中央銀行に認めるべきであるということではなく、法的に決められた目的の追求のためにどのような手段を採るかという点について相当の裁量の余地を認めなければならないという趣旨です。日本銀行も、他の主要国の中央銀行と同様に、議会から委譲された権限によって政策手段に関する独立性を得ています。

こうした中で、ヘリコプターマネー政策は、表向きは金融調節手段を使いますが、実質的には所得分配という財政政策の機能を通じて経済に影響を与えることになります。つまり、財政政策的な所得移転という性格を持つと考えられます。こうした政策のあり方については、議会制民主主義のルールに則って判断することが適当であると思います。

第 2 に、ヘリコプターマネー政策の効果は、財政政策そのものの効果に大きく依存することを認識することが必要です。

この点、金融緩和積極論者の中には、「財政政策は景気刺激効果が乏しい。そもそも現在の政府債務残高の大きさを踏まえると、財政政策による景気対策は望ましくない。だからこそ金融緩和が必要である」という議論を展開しているケースが少なからずみられます。仮に、こうした論者が、「ヘリコプターマネー政策を追及すべきである」と主張するとすれば、その意味するところは、「日本銀行が財政政策の機能を担えば効果がある」ということになります。このように考えますと、こうした金融緩和積極論はどこかで議論がねじれているのではないか、と思わざるを得ません。

第 3 に、万が一ヘリコプターマネー政策を採用する場合には、中央銀行と政府双方のディシプリンが極めて重要であることを指摘したいと思います。

先ほど、「マクロ経済政策の有効性は、民間経済主体のフォワード・ルッキングな期待形成に耐え得るかどうか次第である」と申し上げましたが、ヘリコプターマネー政策の成否は、その出口政策 (exit policy) について民間主体の信認を確保することができるか否かに大きく依存すると申し上げても過言ではありません。仮に、将来どのような状況になれば平時の中立的な経済政策運営に戻るのかが不確実であるという予想が市場に生まれまると、制御不能なインフレを招来する危険性も否めません。

世の中では、「わが国の財政事情は悪化の一途を辿っており、このままのペースで政府債務が増加すると、もはや急激なインフレによる債務の実質価値削減以外に解消することは困難である」と唱える向きもない訳ではありません。確かに、わが国でも、第 2 次大戦終戦時、戦時補償債務の全面破棄と急激なインフレによる債務の実質価値削減により、巨

額の政府債務の実質価値が大幅に減少したという経験があります。しかし、今日のように、自由化され、発達した資本市場では、債務をインフレで棒引きしようとするれば、金利に期待インフレやリスク・プレミアムが速やかに上乗せされますので、当時と同様の効果をあげることはできません。むしろ、金融政策も、財政政策も、現在よりもはるかに厳しい制約を受けざるを得なくなります<sup>18</sup>。こうした事態を回避するためには、中央銀行と財政当局が「ディシプリンを確立し、それが人々から信認されること」が極めて重要であることを肝に銘じなければならないと思います。

まず、中央銀行に求められる責務は、インフレ期待やインフレ率を一定の範囲内に抑えるというコミットメントを明らかにし、その達成に関する信認を得ることです。コミットメントを厳格に達成するという姿勢が、将来のインフレ率変動に関する不確実性を緩和し、リスク・プレミアムの増大に伴う長期金利の過度な上昇を防ぐうえで必要不可欠であると考えられます。こうした場合には、「物価の安定」を目指す金融政策運営に対する人々の信認を獲得し、インフレ期待を鎮静化するために、既に導入している他の先進国と同じく、わが国でもインフレ・ターゲティング（望ましいと考えられるインフレ率の上限の設定）を導入することが重要な選択肢の一つになる可能性もあるでしょう。

やや話が逸れますが、インフレ・ターゲティングを巡る議論について、一言申し添えたいことがあります。今日、わが国では、「インフレ・ターゲティングそのものが、人々のインフレ期待の形成に働き掛ける緊急手段として有効なのではないか」という意見も根強くみられるようです。「日本銀行が何かびっくりするようなことをやれば、人々の予想が強気になる」というような感じで「予想」を捉えているのではないかと疑いたくなるような意見さえみられます。しかし、金融政策の波及効果という観点からみますと、予想を裏付ける具体的なトランスミッション・メカニズムがあってこそはじめて、金融政策が人々の予想に対して働き掛け、ひいては実体経済に影響を与えることができると思います。したがって、予想を通じる効果と言いましても、結局のところ、「ゼロ金利下の金融政策が

---

<sup>18</sup> 藤木裕（2000）

どのようなルートを経て実体経済に影響を及ぼすか」という論点に再び立ち返ることになります。

先ほどご説明したとおり、現在、民間経済主体は様々な理由が折り重なって安全資産指向を強めています。そして、金融緩和の効果が金融機関行動や実体経済活動になかなか及んでいかない状態が続いており、「金融政策だけでは現在の物価の下落傾向に歯止めをかけることがかなり難しい」という意味で政策手段の限界が明らかになりつつあります。こうした中で、日本銀行が単に目標インフレ率を公表することだけで人々のインフレ期待が変化するとは考え難いように思います。

言い換えますと、今日の経済・物価情勢のもとでインフレ・ターゲティングについて議論するとすれば、目標インフレ率を設定することなどの是非ではなく、むしろ、デフレを克服するためにヘリコプターマネー政策、あるいは、それに近い性格を有する政策手段を採ることの是非ということになるように思います。「まず始めにインフレ・ターゲティングありきではない」という点を是非ともきちんと理解して頂きたいと思います。

では、ヘリコプターマネー政策を採る場合、財政当局に求められるディシプリンは如何でしょうか。仮にインフレ・ターゲットを設定する場合でも、それが国債発行額や公共事業費など財政活動に対して直接的な制約になる訳ではありません。したがって、財政政策に対しては、歳出について非効率な部分を削減し、配分の効率化を図ることにより、財政の持続性に対する国民の信認をしっかりと確保することが求められます。

そもそも、人々がフォワード・ルッキングな期待形成を行うと考えますと、財政規律を満たしていないような景気対策は、景気を刺激する効果がかなり限定的になるということになります。また、万が一、財政規律が予め十分確保されていないという見方が金融資本市場で広がりますと、現在の政府債務残高の大きさからみて、リスク・プレミアムが増大し、インフレ期待の上昇以上に名目長期金利が上昇するリスクがあります。さらに、財政規律が信認される場合であっても、インフレ期待が上昇すれば、金融資本市場では、それを織り込んで名目長期金利が上昇する筈です。

現在、金融資本市場では、「今後とも物価の下落傾向が持続し、金利が低い水準で推移する」というシナリオが基本的に受け入れられています。このシナリオは、先に述べたように、金融機関や機関投資家などに対して国債への積極的な投資を促がし、他の投資機会に向かう資金の不足を招いています。こうした中で、仮に、インフレ・ターゲティングが採用され、その実現のためにヘリコプターマネー政策が採用される可能性があるとして認識され、将来の金利見通しは直ちに大きな転換を迫られることとなります。この結果、日本銀行や金融機関など国債の保有者が膨大なキャピタル・ロスを抱え込むこととなります。また、一時的にせよ、債務者の利払い負担の増大も膨大となります。そこで、こうした事態に対してどのような手当てを講じるのかという点を予め十分に詰めておくことが必要です。この点が曖昧であると、民間経済主体は、「政府・日本銀行は、デフレ期待を払拭するのに十分なほど徹底的にはやらないだろう」と見透かすかも知れません。そうすれば、実際に、デフレ期待の払拭はできないということになってしまうおそれがあります<sup>19</sup>。

### 5.3 「所得の移転」機能の見極め

本日の講義では、これまで、「マネタリーベースの供給」について、「流動性の供給」と「所得の移転」という観点から議論を進めてきました。実際の政策運営においては、ヘリコプターマネー政策ほどではないが、「所得の移転」という機能を見逃すことができない領域が存在します。

一般に、市場取引においては、買い手と売り手の主観的な「便益」の等価交換が成立している筈です。金融調節の場合には、日本銀行の便益は「もうけ」ではなく「豊富な資金を円滑に供給すること」にありますから、市場価格に比べれば参加者に幾分有利な価格が成立する可能性があります。言い換えれば、日本銀行は、円滑な資金供給という「便益」を買うために、不利な価格という代償を払うことがあり得るということです。

---

<sup>19</sup> グッドフレンド(2001)、pp.24-25

こうした中で、日本銀行が市場参加者の流動性需要に最大限応じるという姿勢から踏み出し、より豊富な資金を円滑に供給する政策を採るようになりますと、それを実現するために負担しなければならない代償は重くなると考えられます。金融調節においては、市場参加者が享受するメリット（事実上の補助金）を強めなければならなくなる筈です。また、マネタリーベースを供給する見返りに日本銀行がリスク資産を大量に保有することになれば、それだけ大きな信用リスクや価格変動リスクなどを抱えることになります。仮に、この資産価値が著しく下落すれば、日本銀行の自己資本は大きく毀損されます。いずれにしても、国民一般に帰属されるべき自己資本を犠牲にする可能性があります。

最近でも、「日本銀行は、長期国債を大量に購入して、日銀当座預金残高を大幅に増加させ、マネタリーベースの高い伸びを維持、ないしはさらに高めるべきである」という意見をしばしば耳にします。皆様は、こうした日銀当座預金残高の積み上げを追求するという議論をみる時に、「一見すると『流動性の供給』の延長線上にあるようにみえるが、その実は、ヘリコプターマネー政策の性格を有している可能性があるのではないか」と認識できるようになることが必要です。そのうえで、先ほど整理した論点などを念頭に置いて、その是非を総合的に判断していくことが重要です。

## 6．おわりに

私は、大学卒業以来、約 30 年間にわたって経済学を勉強した後、昨年 4 月から政策運営の現場に身を転じました。経済政策の影響の分析はなかなか難しく、理論的に予測できない面も少なからず残されています。それでも、問題が起これば何らかの政策を採らない訳にはいかないという局面もあります。本日のご説明でその一端をご理解頂ければ幸いです。かつて読んだ山本七平氏の『空気の研究』の中に、「われわれは常に、論理的判断の基準と、空氣的判断の基準という、一種のダブル・スタンダードのもとに生きているわけである。そしてわれわれが通常口にするのは論理的判断の基準だが、本当の決断の基準となっているのは、『空気が許さない』という空氣的判断の基準である」という一節がありました。確かに、経済政策運営においてもそうした側面が全くないとは言い難いように感じます。しかし、内外の経済政策の歴史を振り返っても、政策が経済の論理に逆らってい

る場合にはやがて失敗し、ついには放棄されてきたようにみられます。経済政策を運営するうえでは、それが全てであると申し上げるつもりはありませんが、やはり経済の論理をきちんと踏まえることは重要です。

今日では、俗耳に入りやすい意見、単純で分かり易い意見が尊ばれる風潮が強まっています。それに対して、本日取り上げた内容は、今日、内外の政策当局者や経済学者などの間でも見解が分かれている非常に微妙な論点が多く含まれていることもあり、決して理解し易くはなかったかも知れません。私自身も引き続き勉強を重ね、理解を深めて行かなければならないと痛切に思っている次第です。それにもかかわらず敢えてこのテーマを取り上げましたのは、同じく経済学を学んできた一人の仲間として、若い皆様に、自分自身で経済政策やそれを巡る議論などを論理的に評価できる座標軸をしっかりと身に付けて頂きたいと切に願っているからに他なりません。皆様にとって、本日の講義は、さざ波に過ぎないと思いますが、その波紋が広がり、経済学、また、日本銀行と金融政策に対する関心を少しでも高めることにつながることであればとても幸いに思います。

ご清聴ありがとうございました。

以 上

## 参考文献

- 翁 邦雄・白塚重典・藤木 裕 (2000)、「ゼロ金利下の金融政策 中央銀行エコノミストの視点」、IMES Discussion Paper Series 2000-J-10、日本銀行金融研究所
- 木村武 (2002)、「物価の変動メカニズムに関する 2 つの見方 Monetary View と Fiscal View」、『日本銀行調査月報』、2002 年 7 月号、103-124 頁
- 小宮隆太郎・日本経済研究センター(2002)、『金融政策論議の争点』、日本経済新聞社
- 齊藤誠 (2002)、『先を見よ、今を生きよ 市場と政策の経済学』、日本評論社
- 日本銀行 (2002)、「不良債権問題の基本的な考え方」、2002 年 10 月、<http://www.boj.or.jp/seisaku/02/sei0237.htm>
- 日本銀行企画室 (2002)、「最近のマネタリーベースの増加をどう理解するか?」、『日本銀行調査月報』、2002 年 8 月号、91-132 頁
- 藤木 裕 (2000)、「財政赤字とインフレーション 歴史的・理論的整理」、『金融研究』、第 19 巻第 2 号、日本銀行金融研究所、31-72 頁
- 山口泰 (2000)、「ゼロ金利下の金融政策：日本の経験」、『金融研究』、第 19 巻第 4 号、日本銀行金融研究所、201-207 頁
- 山本七平 (1983)、「『空気』の研究」、文春文庫、文芸春秋
- マービン・グッドフレンド (2001)、「金融の安定、デフレと金融政策」、IMES Discussion Paper Series 2001-J-5、日本銀行金融研究所
- Bernanke, Ben S., and Mark Gertler (1995) "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission," Journal of



Economic Perspectives, 9(Fall), pp.27-48

Ralph C.Bryant(2000)、 "Comment on Overcoming the Zero Bound on Interest Rate Policy." Journal of Money, Credit, and Banking, vol.32, No.4, pp.1036-1050

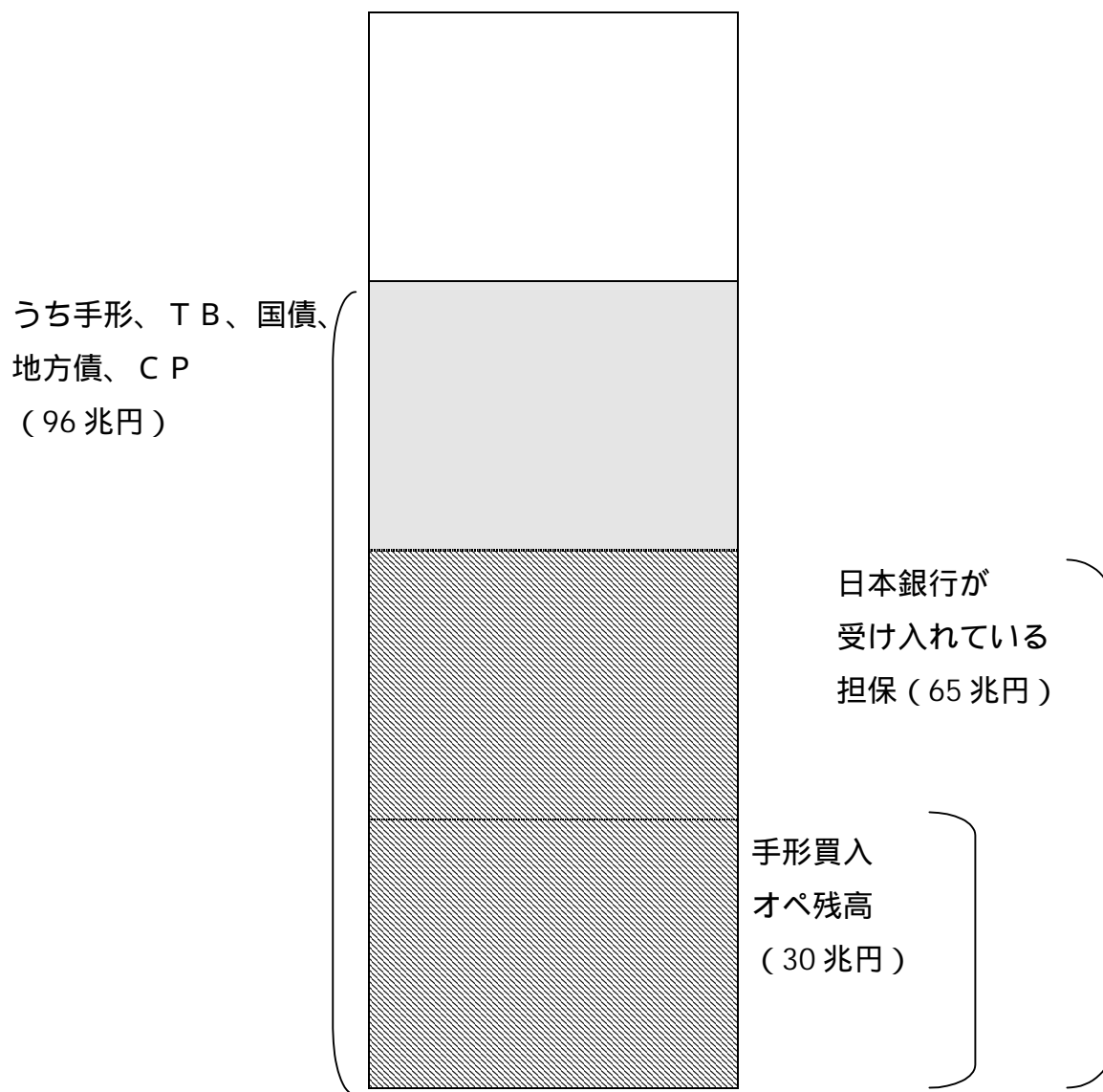
Marvin Goodfriend ( 2000 )、 " Overcoming the Zero Bound on Interest Rate Policy." Journal of Money, Credit, and Banking, vol.32, No.4, pp.1007-1035

Mervyn King (2002)、 "No money, No inflation: The Role of Money in the Economy," Bank of England Quarterly Bulletin, Summer, pp.162-177

( 図表 )

## 日本銀行が受け入れている適格担保

金融機関（国内銀行）のバランスシート（745 兆円）



( 注 1 ) データは 2002 年 8 月末時点。

( 注 2 ) 日本銀行が受け入れている担保には、普通社債や預保向け貸出、交付税特会向け貸出等を含む。