

## 4．金融政策の見方

### (1) 金融政策と日本銀行

#### a．金融政策の目的

金融政策には、一国経済全体の景気調整政策としての側面と、金融機関経営・金融システムの健全性を守るための信用秩序維持政策としての側面があり、主に前者は日本銀行が、後者については金融庁と日銀の両者が受け持っています。以下では、日銀の金融政策について述べていきますが、その前に景気調整政策と信用秩序維持政策について簡単に触れておきましょう。

#### 景気調整政策

景気調整政策としての金融政策は、財政政策とともに、一国経済が安定的かつ健全に発展していくようにコントロールする手段としての役割を果たす、と考えられています。その目標として、物価の安定、国際収支の均衡（または為替レートの安定）、高雇用経済の維持、などを挙げることができます。なかでも、「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ことをもって、その理念とする」と日本銀行法で規定されているように、物価の安定が重視される局面が多くなっています。

#### 信用秩序維持政策

信用秩序維持政策としての金融政策は、金融機関間で行われる資金決済の円滑の確保や、金融機関の経営・財務などに関する調査を通じて信用秩序の維持に資することを目的としています。これは、金融庁の行う監督・検査といったいわゆる金融行政との係わり合いが多い分野です。日銀も独自に金融機関経営の実態把握を行い、必要に応じて改善を求める「考査」を実施しています。また、中央銀行は「最後の貸し手（lender of last resort）」としての役割を期待されていて、日銀も日本の金融システムが危機に陥ったときには、その被害が経済全般に及ぶ前に、特別な金融支援を行うケースもあります（日銀法 38 条）。

#### 「システミックリスク」

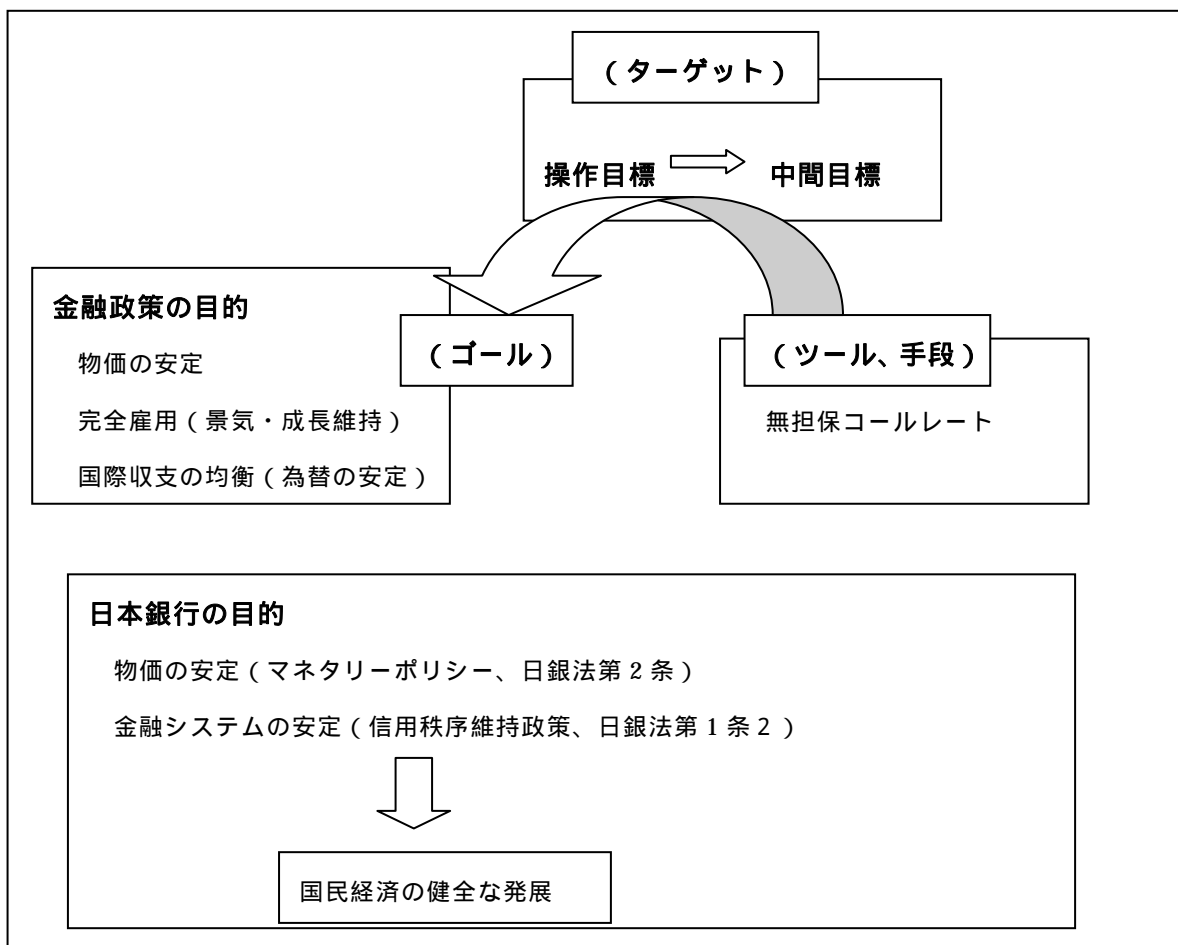
ある金融機関が何らかの理由で破綻したとき、金融機関・預金者間には情報の非対称性があるため、預金者は自分と取引のある金融機関の健全性を判断できないケースが多く、不安に駆られた預金者が健全な金融機関に押し寄せる（取付け）可能性があります。金融機関が担っている決済システムや仲介機能は経済にとっては必要不可欠なものです。これが危機の伝播によって機能不全になる可能性をシステミックリスクと呼びます。

## 経済政策と日本銀行との関わり

	金融政策	財政政策	その他（構造改革など）
狭義	<div style="border: 1px dashed black; padding: 5px; text-align: center;">                     総需要管理・調整政策                 </div> <ul style="list-style-type: none"> <li>・マネタリーポリシー (日本銀行)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・フィスカルポリシー (財務省)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・競争政策 (公正取引委員会)</li> <li>・規制緩和 (各省庁)</li> </ul>
広義	<ul style="list-style-type: none"> <li>・信用秩序維持政策</li> </ul> <p>金融システム安定化 不良債権処理、金融自由化、公的金融 (金融庁、日銀、財務省)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・所得再分配、資源配分の効率化</li> </ul> <p>税制、社会保障、公債 (財務省、社会保険庁など)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・行政改革 (総務省)</li> </ul> <p>など</p>

(資料) 農中総研作成

## 金融政策の目的と日本銀行の目的



(資料) 農中総研作成

## **b. 日本銀行のしくみ**

### **政策委員会**

政策委員会は1949年に日本銀行の最高意思決定機関として導入されましたが、実際には総裁、副総裁、理事から成る役員集会（通称、円卓：まるたく）が事実上重要な意思決定を行っており、政策委員会は形骸化していました。しかし、98年に施行された新日銀法では、政策委員会が名実ともに最高意思決定機関として明確に位置づけられました。この政策委員会では、金融政策や金融市場調節方針に関する決定、金融経済情勢の基本判断、信用秩序維持や国際金融業務など日銀の業務運営上の重要事項等も政策委員会での議決が必要になった他、日銀役員による業務執行が政策委員会の定めた業務執行の基本方針の通りになされているかを監督する権限と責務も有することになっています。

この政策委員会の定員は、総裁と2名の副総裁のほか、広く経済金融に関して高い識見を有する者やその他学識経験者から選出された6名の審議委員の計9名です。これらの委員は9名とも国会の同意を得て、内閣が任命することとなっています。各政策委員の任期は5年間ですが、再任も可能です。

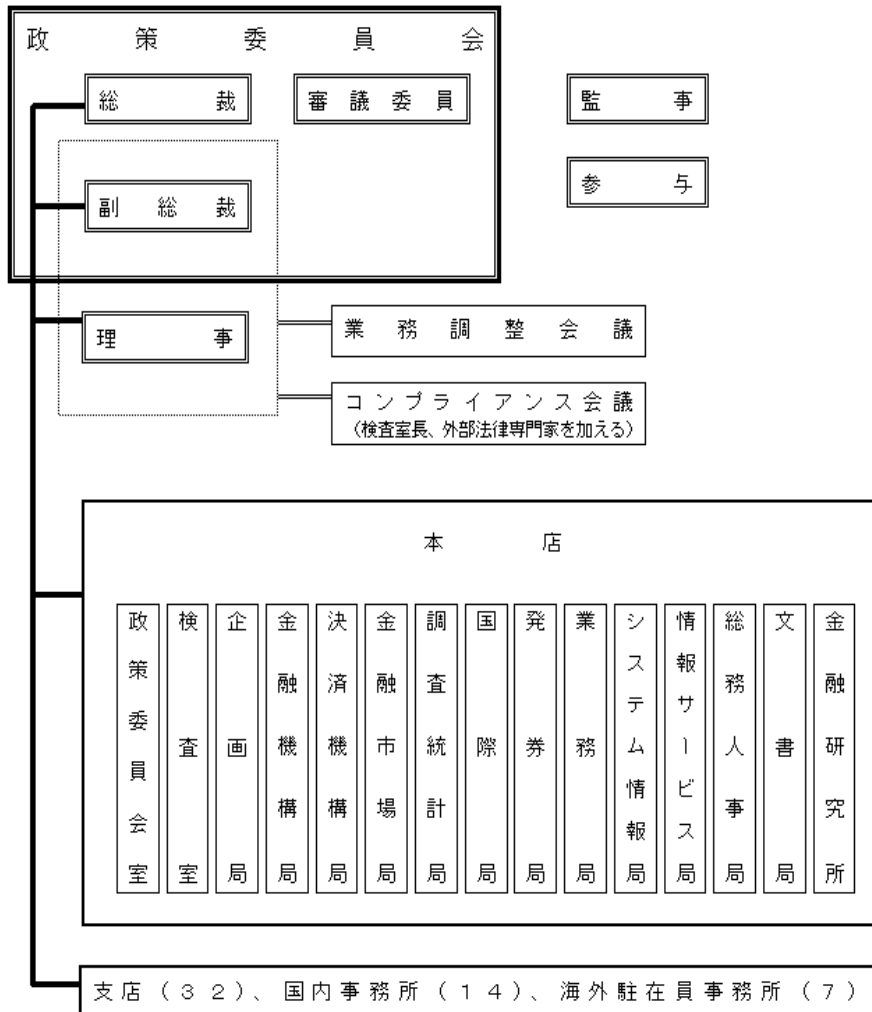
政策委員会では、独立性の確保と透明性の向上（後述）を基本理念とする新日銀法に基づき、週2回（原則火曜日・金曜日）の金融政策以外の事項を審議する通常会合のほか、月1~2回（10日前後および25日前後、各月の初回会合は2日間にわたって開催）金融政策を審議するための会議（金融政策決定会合）を開催し、金融政策や金融市場調節の方針、その判断の基礎となる経済及び金融の情勢に関する基本的見解等を議論することになっています。この金融政策決定会合終了直後には決定内容が公表される（政策変更がない場合も公表）ほか、日銀総裁が会見を行い、その内容を詳細に報告します。

また、日銀の景気判断である「金融経済月報」は、各月の初回会合2日目に、基本的見解を公表し、その背景説明を含む全文を翌営業日に公表することになっています。

議事要旨は、約1ヶ月後の次回または次々回の決定会合で承認された後、その3営業日後に公表することになっており、議論の透明性を高めています。なお、議事録に関しては各会合から10年を経過した後に公表することになっています。その他、4月と10月の第2回目会合では、政策委員の景気見通しなどを掲載する「経済・物価の将来展望（以下、展望レポート）」を公表し、その3ヵ月後には中間評価を行うこととしています。

また、政府との関係としては、財務大臣・経済財政政策担当大臣（経済財政政策担当大臣が置かれていないときは内閣総理大臣）またはそれぞれが指名する職員は、議決権は有しませんが、必要に応じて会合に出席し、意見を述べたり、議案を提出したり、次回会合まで議決を延期することを求めることができます（なお、議決延期の求めがあった場合、政策委員会はその求めについて採否を決定することになります）。

## 日本銀行の組織



### 政策委員会（9名）の構成

総裁（1名）	白川方明	（任期：2008.4.9～2013.4.8）	経歴：京大大学院教授、日銀副総裁
副総裁（2名）	山口広秀	（2008.10.27～2013.10.26）	日銀企画局長、日銀理事
	西村清彦	（2008.3.20～2013.3.19）	東大大学院教授、日銀審議委員
審議委員（6名）	須田美矢子	（2001.4.1～2011.3.31）	学習院大教授
	水野温氏	（2004.12.3～2009.12.2）	CSFB 証券チーフストラテジスト
	野田忠男	（2006.6.17～2011.6.16）	みずほ FG 副社長
	中村清次	（2007.4.5～2012.4.4）	商船三井フェリー社長
	亀崎英敏	（2007.4.5～2012.4.4）	三菱商事副社長
		（ ）	

（資料）日本銀行 HP より農中総研作成

## 独立性の確保

98年の日銀法改正により、日銀には金融政策の独立性が確保されると同時に、金融政策決定過程の透明性の向上が求められています。中央銀行の金融政策に対しては政府からインフレ的な経済運営を求める圧力がかかりやすい、という歴史的な経験があります。一方で、物価の安定は持続的な経済成長にとって重要なファクターです。

世界的に金融政策を運営する中央銀行と政府の関係ないし独立性がどうあるべきかについては議論があります。かつてに比べ、日銀の政策決定への政治的圧力・介入は日銀法改正もあり懸念される点は少なくなっています。また、08年3月の福井総裁の任期切れに伴う後任人事では、衆参両院のねじれ現象で政府人事案が野党が多数を占める参議院で2度にわたり不同意となり、総裁不在という異例の事態が生じました。

今後も日銀の独立性とその政策決定の結果責任について議論が深められることが期待されます。

## 透明性の向上とアカウンタビリティ

同時に、日銀の金融政策運営に対する独立性強化が国民から十分な信頼を得るためには、政策の決定過程の「透明性」を高める必要があります。こうした観点から、金融政策決定会合の議事要旨等を約1ヵ月後に公開し、国民やマーケットに対して、政策決定の背後にある議論の内容やプロセスを明らかにし、アカウンタビリティ（説明責任）を確保する努力を行っています。加えて、金融政策に関する報告書を半年毎に国会に提出し、それについて説明するほか、業務及び財産状況の説明のために国会から求められた場合には出席することが義務付けられました。また、年1回、業務概況書を作成し、財務諸表・決算報告書とともに公表しています。

## 政府と日本銀行との関係

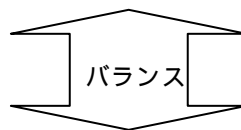
日銀法第3条  
日本銀行の通貨及び金融の調節における自主性の尊重

- ・ 金融政策の独立性の確保  
(インフレ的な経済運営からの隔離)
- ・ 業務運営の自主性

日銀法第3条2  
通貨及び金融の調節に関する意思決定の内容及び過程を国民に明らかにする

- ・ 金融政策を審議する政策委員会の会合(金融政策決定会合)の議事要旨等の公開、その議事録についても、10年経過後に公表
- ・ 国会報告等の充実(金融政策に関する報告書をおおむね6か月に1回国会に提出し、説明する他、業務及び財産の状況の説明のために、国会から求められた場合には出席しなければならない)
- ・ 年1回、業務概況書を作成し、財務諸表・決算報告書とともに公表

### 独立性・自主性とそれに伴う説明責任



### 政府の経済政策との整合性

日銀法第4条  
通貨及び金融の調節が経済政策の一環をなすもの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らなければならない。

- ・ 財務大臣または経済財政政策担当大臣、またはその指名者は、必要に応じ、金融政策決定会合に出席して意見を述べたり、金融調節事項に関する議案を提出したり、または金融政策決定会合で議事とされた金融調節事項についての委員会の議決を次回の金融調節事項を議事とする会議まで延期することを求めることができる。この議決の延期の求めがあったときは、委員会は、議事の議決の例により、その求めについての採否を決定しなければならない。

(資料) 日本銀行 HP より農中総研作成

## (2) 日本銀行の金融政策手段

日銀のとり得る政策手段としては、公開市場操作（オペレーション）、貸出政策、法定準備率操作の3つを挙げることができます。

### a. オペレーション

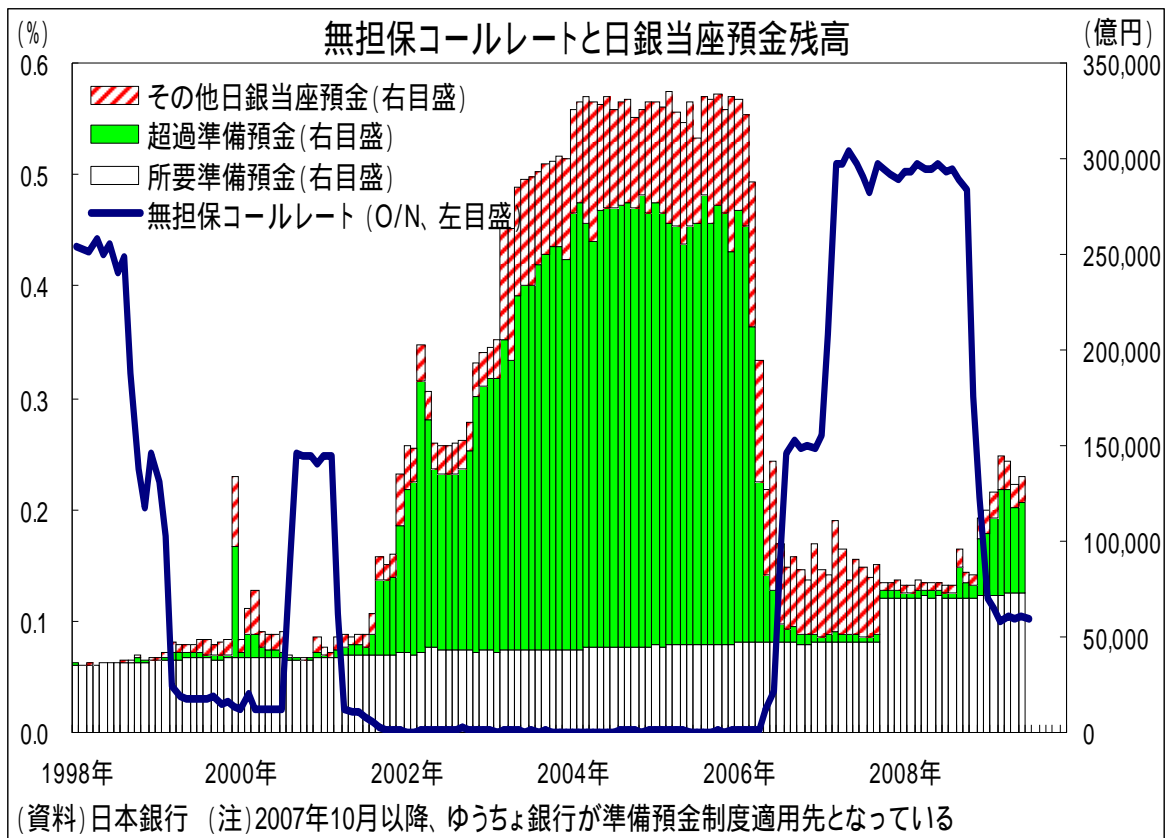
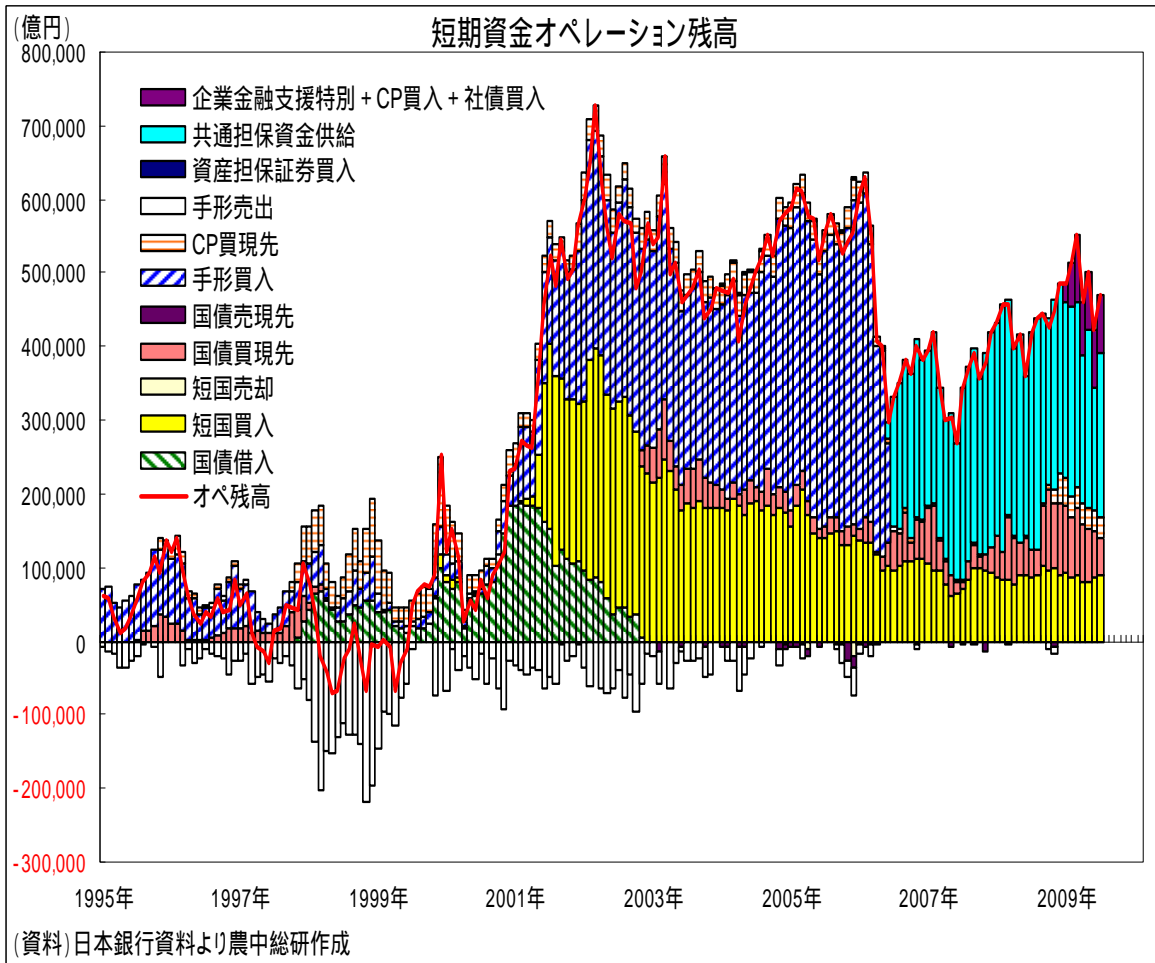
最も重要な手段は「公開市場操作（オペレーション）」であり、インターバンク市場から手形、CD、FB・TB、中長期国債、資産担保証券などを購入・売却することの対価として資金を供給したり、回収したり、ということを行って行っています。

### b. 貸出政策

次に、公定歩合や金融機関への信用供与を調整する「貸出政策」があります。なお、日銀による貸出政策といった場合、前述の「公定歩合」の変更という条件の変更の他にも、貸出量の変更ということも含まれます。ただし、こちらもオーバーローン（日銀貸出による資金供給方式の結果、都銀を中心に銀行負債の中で日銀貸出のウェイトが課題である状態）の解消や市場志向の金融調節方式導入などもあって、従来の公定歩合変更を通じた金融政策変更から、現在はオペレーションを通じた金融調整が主流となっています。最近では、何か特別な理由がない限り、日銀が金融機関に対して直接信用供与を行うことは稀であり、公定歩合の重要性は大きく低下しています。特にゼロ金利政策・量的緩和政策が採用されている状況下では、公的歩合の変更を伴わない金融政策の変更がほとんどです。なお、2001年2月に一部金融機関が短期金融市場からの資金調達が困難になった場合、日銀への申請で資金調達が可能になるロンバート貸出制度が創設されています。この場合の貸出金利は公定歩合で、金額は金融機関が日銀に差し入れた担保の範囲内です。金融機関は翌日に返済することが原則ですが、一週間程度までは借り換え延長を認めています。担保には国債や優良企業の手形などが適用されます。

### c. 法定準備率操作

最後に、法定準備率操作が挙げられます。これは、市中金融機関が無利息で積み立てなくてはならない準備預金の量を変化させることで、市中金融機関のコストを軽減・増加させ、これを通じて民間貸出に対するインセンティブを変化させようというものです（後述）。しかし、この貸出準備率の変更は非常に稀であり、政策手段としては使われることはめったにありません。直近では91年10月に準備率引下げがありましたが、実際には日銀は即座にFB売りオペで余剰資金を吸収するなど、これによるマーケットへの影響がないような運営がなされました。





### (3) 金融政策の波及経路

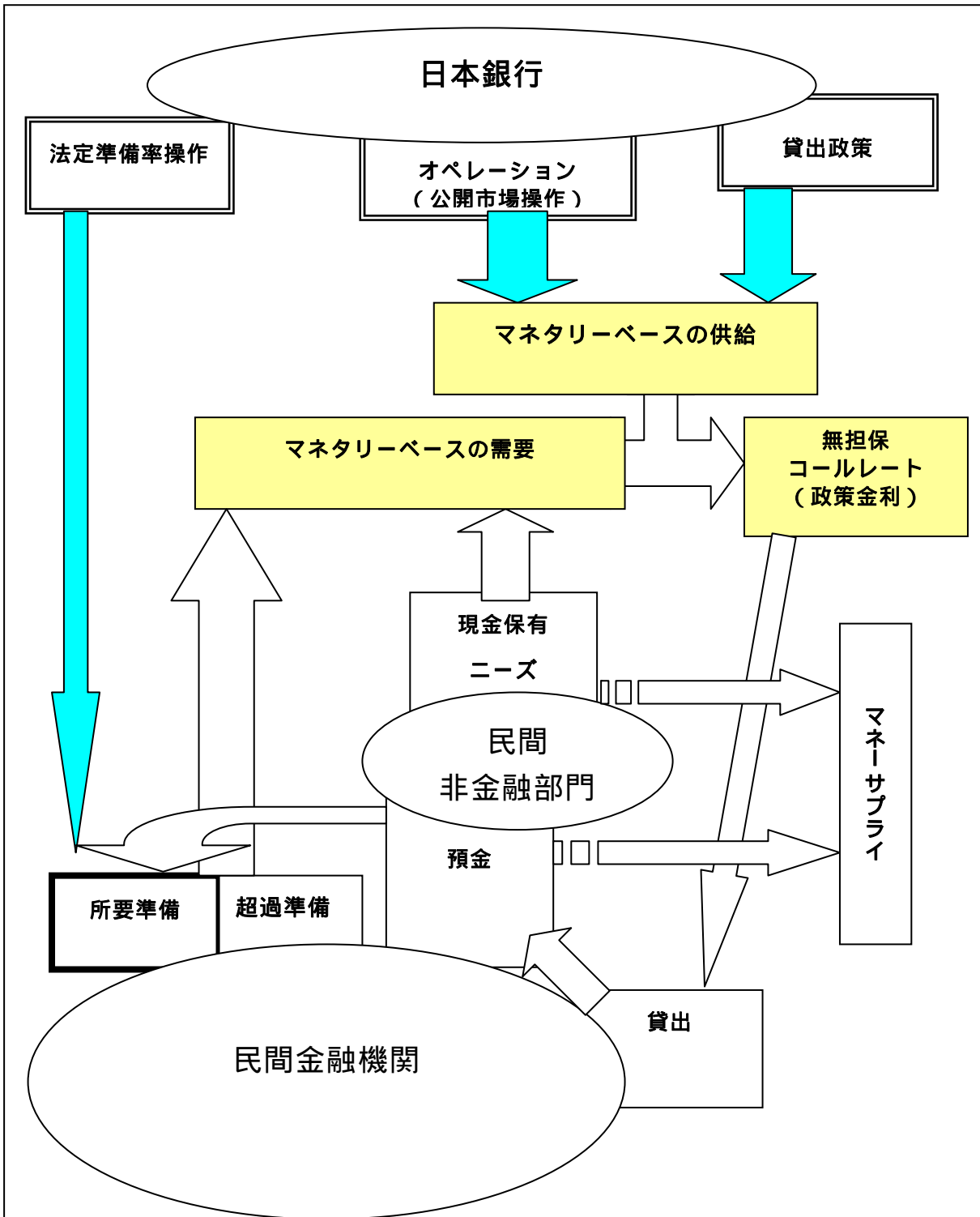
通常、中央銀行は政策金利を引き上げる（引き下げる）と同時に、インターバンク市場での資金を回収する（供給する）という行動をとります。つまり、一般的には金利と資金供給量はコインの表と裏の関係にあり、いずれか一方だけ、ということは通常ではなく、政策金利を引き下げるためには、日銀は信用を追加的に供与する必要があります。ただし、現状の量的緩和政策では、すでに短期金利が限りなくゼロとなっており、日銀の信用量拡大はもはや金利低下を促すことはできません。

また、金融政策の波及経路を巡っては、中央銀行が供給するマネーの量を重視する考え方（Money View）と、金融機関が供与する貸出量（信用量）を重視する考え方（Lending View または Credit View）があって、しばしば意見が対立、論争が起きるケースがあります。

Money View によれば、中央銀行が供給するマネタリーベースは信用乗数倍のマネーサプライを創造し、その結果、マネー量と実体経済との関係が変化し、物価変動が引き起こされる、という立場です。一方、Lending View では、マネーサプライとは銀行セクター（中央銀行＋市中銀行）にとっては負債であるということに着目し、その反対の資産側の変動を重視します。つまり、金融政策は銀行部門のバランスシート変化を通じて、実体経済に影響を及ぼす、と捉えるのが特徴です。つまり、銀行貸出が活性化することで金融政策の効果が高まる、と見ることも可能です。

なお、現在経済学の主流派である新古典派経済学では、基本的には Money View 的な立場を取っており、中長期的に見れば中央銀行がコントロールする貨幣量によって名目所得などが決まるというのが定説ですが、多かれ少なかれ Lending View 的な考え方も取り入れるケースが多く見受けられます。

# 金融政策手段と波及経路



(資料) 農中総研作成

## (4) 金融調節の実際

### a. 資金過不足

日銀のバランスシートを考えると、簡単に右ページのようにまとめることができます。資産と負債・資本は等しいことから、これを準備預金について整理すると、以下の(1)式のように書き表すことができます。

$$\text{準備預金} = \text{日銀資産 (日銀貸出・有価証券・対外資産)} - \text{日銀券} - \text{政府預金} \cdots (1)$$

この(1)は、準備預金残高(ストック)に関するものですが、残高変化分(フロー)については以下のような「資金需給方程式」と呼ばれるものになります。

$$\begin{aligned} \text{準備預金の減少(増加)} = & \text{銀行券の増発(還流)} + \text{財政資金の揚げ超(払い超)} \\ & + \text{日銀の信用吸収(供与)} \cdots (2) \end{aligned}$$

この際、準備預金が減少すれば資金不足、増加すれば資金余剰と呼んでいます。例えば、日銀券増発は準備預金減少をもたらすため、「資金不足」となります。世間一般では「日銀券が増発しているのに、なぜ資金不足なのか」というように受け止められる可能性が高いと思われますが、ここで言う「資金不足」とは「日銀と市中金融機関」を合わせた「金融部門」から、「民間非金融部門と政府部門」を合わせた「その他部門」へ資金が流出したことを意味しています。

### b. 日銀は能動的か？受動的か？

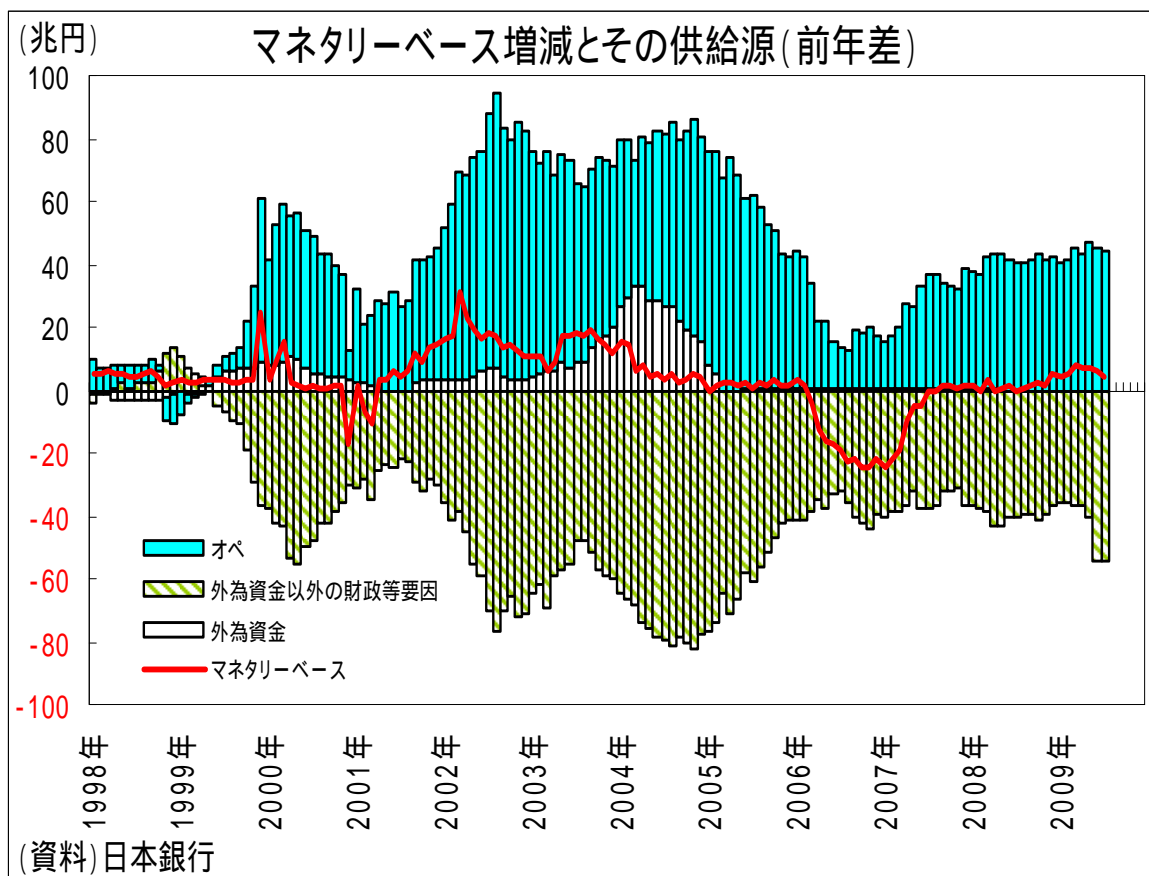
このように、資金需給方程式での 銀行券や 財政資金は日銀にとっては外生変数です。平時において、もしも日銀が政策金利をある一定水準に誘導したいのであれば、準備預金は一定にしておく必要があります。そのため、 や が変動すれば、それに応じてオペを実施することで の日銀信用を調整することを行う必要があります。このように、「金利水準」を一定水準に誘導するために、日銀は受動的な調節を行っている、と考えられます。

ただし、これはあくまで金融政策の変更がないときの行動であって、まさに金融政策を変更しようとする時点では成り立ちません。金融緩和政策が採用された際には、日銀は更なる信用供与を行うことによって準備預金を増加させ、誘導金利を引き下げるといった能動的な行動をとっています。このように、日銀の行動は、日銀が主張していたように「受動的」であると考えられるべきではないと思います。

## 日本銀行勘定(2009年7月末)

(資産)		(負債および資本)	
金地金	4,412	発行銀行券	763,910
現金	2,714	当座預金	122,652
買現先勘定	77,631	その他預金	8,049
買入手形	0	政府預金	26,852
国債	680,661	売現先勘定	162,095
短期国債	212,665	売出手形	0
長期国債	467,996	雑勘定	4,900
コマーシャル・ペーパー	1,728	引当金勘定	32,287
社債	2,219	資本金	1
資産担保証券	0	準備金	26,600
金銭の信託(信託財産株式)	11,672		
貸出金	297,531		
割引手形	0		
貸付金	297,531		
共通担保資金供給	297,283		
共通担保資金供給を除く33条貸付	48		
38条貸付	0		
預金保険機構貸付金	0		
外国為替	62,573		
代理店勘定	466		
雑勘定	5,738		
<b>合計</b>	<b>1,147,349</b>	<b>合計</b>	<b>1,147,349</b>

(資料)日本銀行 (注)単位:億円



## (5) 金融政策運営の枠組み

2006年3月に、日銀はそれまで5年近くに渡って採用していた量的緩和政策を解除し、操作目標を「日銀当座預金残高」から「無担保コールレート(翌日物)」へ戻すなど、政策運営の枠組みが大きく変更されました。

日銀「新たな金融政策運営の枠組みの導入について」では、日銀としての物価の安定についての基本的な考え方を整理、現時点における中長期的にみて物価が安定していると政策委員が理解する物価上昇率を示し、それらを前提に政策運営を行う、以下の二つの柱により経済・物価情勢を点検する、(a)先行き1~2年の経済・物価情勢について、最も蓋然性の高いと思われる見通しがインフレなき持続的成長経路を辿っているかどうか、(b)より長期的な観点から、インフレなき持続的成長を実現すべく、金融政策運営に当たって重視すべき様々なリスク要因を点検する、という方針が示されました。なお、「中長期的な物価安定の理解」としては、消費者物価(全国、総合)で示すと、前年比0~2%程度であり、中心値は概ね1%の前後で分散しているということです。

以上を簡単にまとめると、日銀の政策運営方針は半年ごとに(更にはその3ヵ月後には中間評価を行うことになっています)公表する『経済・物価情勢の展望(展望レポート)』をベースに、フォワード・ルッキング的(予見的)な政策運営を行っていく、ということになっています。つまり、「中長期的な物価安定の理解」は文字通り、中長期的に達成すべき水準であって、仮に現時点での消費者物価上昇率が「中長期的な物価安定の理解」である中心値1%を大きく下回っていたとしても、近い将来、それを達成してくるといった可能性が高まったと日銀が判断すれば、金融政策は発動される(=利上げが実施される)可能性があることを示しています。

なお、この政策運営について評価しますと、量的緩和政策下においては「コアCPIが安定的にゼロ%以上になるまで量的緩和政策を続ける」という明確なコミットメントを掲げることによって外部から見て日銀の行動をある程度予測することができ、マーケットもそれを前提にした期待形成を行うことができました。しかし、量的緩和解除後は、日銀自身の経済・物価判断や見通しをベースに政策判断を行う運営方針を採用していることもあり、政策運営にとって裁量的な余地は大きくなっている、と捉えることができるでしょう。加えて、市場との対話が依然として不十分であることもあり、市場の期待形成が日銀の意図と違う可能性も高く、またそれが振れやすい状況になっていると考えられます。

### 金融政策のディレクティブ (2009.7.21)

無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.1%前後で推移するよう促す。

(基準貸付利率 0.3%、補完当座預金制度適用利率 0.1%)

### 展望レポート(09.4)における2つの「柱」による点検

**第1の柱**(先行き2010年度までの経済・物価情勢について、相対的に蓋然性が高いと判断される見通しについて政策金利に関して市場金利に織り込まれている金利観を参考にしつつ点検)からは、わが国経済は、当面、悪化が続くが、次第に下げ止まりに向かい、09年度後半以降、成長率が緩やかに持ち直す姿が想定される。また、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比は、09年度半ばまでにやや大きく下落した後、09年度後半以降は、下落幅が徐々に縮小していくと見込まれる。こうした動きが持続すれば、日本経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的成長経路へ復していく展望が拓けると考えられる。

**第2の柱**(より長期的な視点も踏まえつつ、金融政策運営の観点から重視すべきリスクを点検)からは、景気については、国際的な金融経済情勢、中長期的な成長期待の動向、わが国の金融環境など、景気の下振れリスクが高い状況が続いていることに注意する必要がある。物価面では、景気の下振れリスクの顕現化、中長期的なインフレ予想の下振れなど、物価上昇率が想定以上に低下する可能性がある。一方、中長期的には、世界経済が回復する過程において、現在の極めて景気刺激的な政策が維持された場合、一次産品価格が予想以上に上振れることなどにより、わが国の物価上昇率が想定以上に上昇する可能性もある。

以上の2つの柱に基づく点検を踏まえると、日本経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく展望が拓けるとみられる。ただし、当面は、景気・物価の下振れリスクを意識する必要がある。

### 展望レポート:2008~10年度の政策委員の大勢見通し(09年7月)

	実質GDP	国内企業物価	消費者物価 (除く生鮮食品)
<b>2009年度</b>	3.7 ~ 3.0 < 3.4 >	6.0 ~ 5.8 < 5.9 >	1.5 ~ 1.2 < 1.3 >
4月時点の見通し	3.7 ~ 3.0 < 3.1 >	7.6 ~ 6.9 < 7.5 >	1.6 ~ 1.4 < 1.5 >
<b>2010年度</b>	+0.6 ~ +1.1 < +1.0 >	2.1 ~ 1.5 < 2.1 >	1.2 ~ 0.7 < 1.0 >
4月時点の見通し	+0.8 ~ +1.5 < +1.2 >	2.4 ~ 1.4 < 1.8 >	1.1 ~ 0.8 < 1.0 >

(資料)日本銀行

(注)対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。