

今月の焦点

金融政策を巡る最近の論議

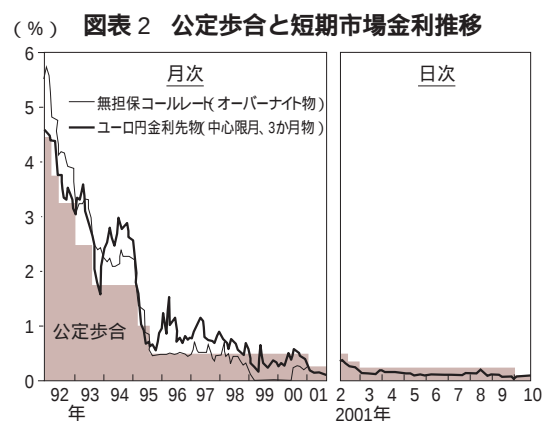
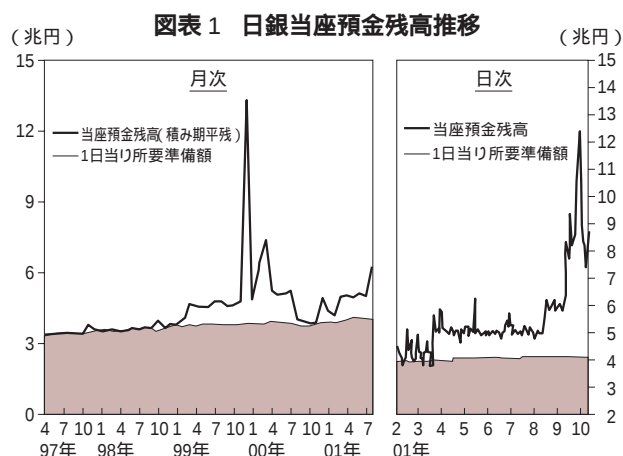
要約

多発テロ後の内外金融市場は、G7の潤沢な流動性供給など政策協調により取引・決済面での混乱は回避されたが、米国経済の後退に伴うわが国経済への悪影響は避けられない見通し。日銀では、本年3月以降、「量的緩和」など非正統的手段による金融緩和政策に踏み切っているが、経済情勢の後退から更なる金融緩和を求める声が根強い。しかしオペ対象資産拡大は副作用を伴うものが多く、インフレ目標の設定についても一般論としては兎も角、正統的手段を欠く現状での採用は難しい。緩和余地が、限定的であることを覚悟して対応する必要がある。

多発テロ発生後の経済情勢と金融調節

米国多発テロ後の影響が注目されるなか、日銀は9月18日の政策決定会合で、公定歩合引き下げ（0.25 → 0.1%）とともに金融市場に多額の資金を供給（当座預金残高6兆円程度 → 6兆円以上）する方針を決定した。これは米連邦準備制度理事会（FRB）、欧州中央銀行（ECB）の緊急利下げや大量の流動性供給と相俟って、事件発生後の国際金融市場の動揺を抑えるという国際金融協力の一翼を担う措置であり、この国際的な金融協力の枠組みは10月のG7声明でも再確認されている。その後わが国当局は、単独でドル安阻止のためのドル買い介入を実施し、支払った円資金を市場に放置することにより追加的に流動性を供給、9月末の日銀当座預金は12.5兆円と既往ピークに達した。10月入り後、内外金融市場が漸次落ち着きを取り戻すにつれ過剰に積み上がった流動性は徐々に吸収されているが、日銀当座預金は8～9兆円前後と8月の決定会合で目安とされた6兆円を大きく上回る水準にある（図表1～2参照）。

この間、短期金融市場の金利は1000分の1刻みの範囲内で多少の変動はみられるが、概ねゼロ近辺で低位安定、為替相場もドル/円、ドル/ユーロとも総じて安定的に推移しており、金融取引や決済面では大きな混乱は回避されている。



出所 日本銀行「金融経済月報」(2001年10月)

最近の非正統的金融政策の展開

今次措置に先立ち日銀は、本年3月19日の決定会合で、短期金融市場金利の調節を目標とする正統的な金融政策から一歩踏み出し、非正統的手段である「量的緩和」を目指す政策に踏み

切っている。すなわち、

金融市場の調節目標を金利（無担コール O / N）から量（日銀当座預金）に変更し、当面の日銀当座預金残高を、5兆円程度に増額（それまでの残高4兆円強）する。

実施期間の目途として、消費者物価の上昇率が「安定的にゼロ以上となるまで続けること」をコミットする。

長期国債の買入増額——円滑な資金供給のため月4千億円ペースで行ってきた長期国債の買入を必要に応じて増額する。但し、日銀の保有する国債残高（支配玉）は銀行券発行残高を上限とする。

いわゆる「ロンバート型貸付制度」を創設し、金融機関が一定の条件のもとで、担保さえあれば日銀から公定歩合で借入れを受けられる途を開く。

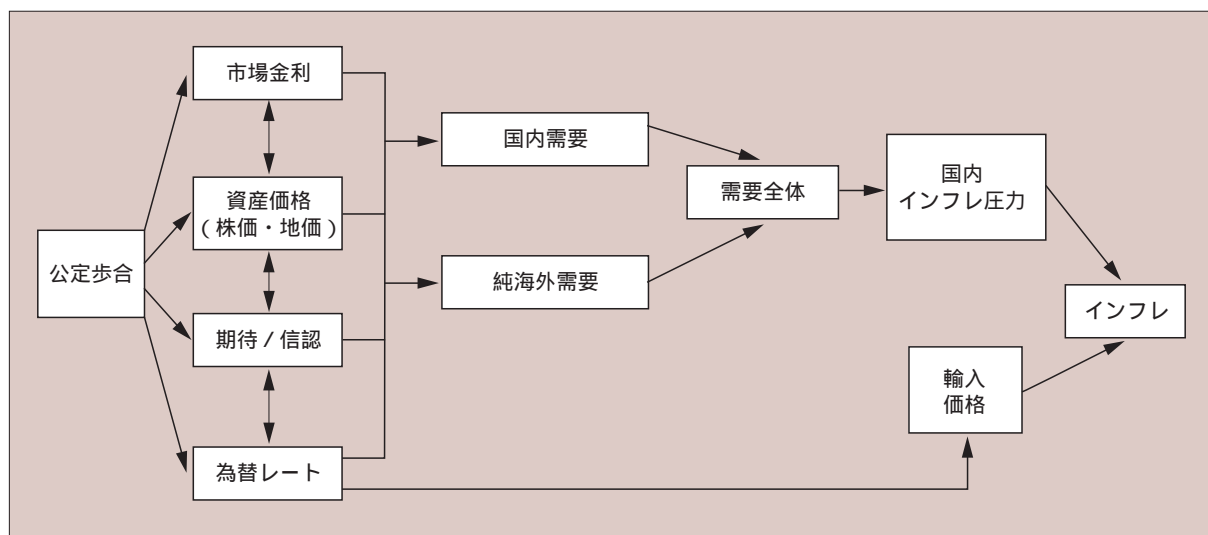
この決定をいわゆる「ゼロ金利」（1999 / 2月～2000 / 8月）時の政策と比較すると、無担コールレート（O / N）がゼロ近辺で推移する点で事実上の違いは小さいが、以下のように全体として体系的なものとなっている。

1つは、金融調節の操作目標を無担コールレートから日銀当座預金としたことにより、国債など日銀の買入れ資産に増加の余地を広げたこと。第2に完全なゼロ金利は約束していないので、何らかの事情で資金需要が増加した場合に短期金利が上昇する可能性を残したこと。第3に政策の解除条件（時間軸）を「CPI（全国、除く生鮮食品）前年比が安定的にゼロ以上となるまで」として、「デフレ懸念の払拭が展望できる情勢」としていたのに比べ透明性の高いものとしたこと。さらにロンバート型貸付制度を導入することにより金融システム不安への対応を整え、政策の長期化に備えたことなどがそれを示すもの。

金融政策の波及メカニズム

こうした政策の延長上で、8月には日銀当座預金残高の目標を6兆円（国債の買入れ4→6千億円）に引上げ、同時多発テロ後の9月には上記の通り緩和措置を拡充したが、わが国経済は米国を中心とする海外経済の減速の影響も加わり、依然厳しい調整局面から脱する目途が立

（図表3）金融政策の波及メカニズム



出所：Bank of England "The transmission mechanism of monetary policy"

っていない。

こうした状況下、政府・自民党サイドを中心に金融面からの一層の緩和策を求める意見が広がっている。

そこでこうした追加的緩和策の可否を考えてみたいが、その前に金融政策の波及のメカニズムを点検しておく必要がある。金融政策の波及について、例えばイングランド銀行では次のようなルートで説明している（図表3参照）。

第一の波及ルートは、操作目標金利の引下げにより「市場金利」低下を通じて需要（経済活動）に対し働きかけるものであり、最も正統的な政策ルートである。緩和政策の解除条件を明示することにより、タームものの金利を引き下げる効果（時間軸効果）もこれに当たる。

第二のルートは、金利低下（または量的緩和）により金融機関等のポートフォリオの変化に働きかけ、株価・社債・地価などの資産価格に影響を及ぼして需要に影響を及ぼすというもので、ポートフォリオのリバランシング効果といわれる。

そして第三は、緩和政策への心理的な期待（信認）を通じて様々な段階の需要に影響を及ぼすルートであり、第四が為替市場のレート変化を通ずる影響である。

そこで、3月以降の当座預金残高を増やす形の量的緩和を狙った政策が、上記の効果をあげたかどうかを振り返ってみると、市場の金利については、短期は事実上ゼロ金利まで低下し、5月中旬オペの取引刻みを100分の1から1000分の1に引下げたこともあり金利の低下余地を拡大した。中期のタームものの金利も、時間軸効果が働き低下している。その限りでは効果をあげている。

しかし、長期金利は必ずしも低下せず、補正予算など国債増発予想に反応して上振れする局

面がみられ、株価も景況や企業収益の悪化を反映する形で下落している。為替相場もドル円で見ると、米国側の事情もあり円安に進んでいるわけではない。他方、銀行貸出については銀行の融資態度に変化はもたらさず、企業側の資金需要の冷え込みからむしろ減少幅を拡大している。ただ、こうした銀行の金融仲介機能が低下しているなかで、CPや社債など資本市場を通ずる資金調達環境は金利低下を背景に好転し、企業側の発行意欲も高まって発行残高は増加している。

追加策その1——購入対象資産の多様化とこれによる当座預金積み上げ

そこで現在議論されている追加的金融政策についてみると、二つの類型がある。

その一つは、日銀当座預金残高上積みなどの量的な緩和目標を求めるもの。そしてこのための流動性供給を拡大する手段として、日銀の買入れ資産の対象に、国債の増額のほか株式や土地などを加えるという考え方である。

日銀当座預金残高を「どの程度の水準まで積み増すことができるか」であるが、これについて日銀では「何らかのストレスで当座預金を多く保有したいというインセンティブが高まる時には積み増しできるが、需要がなければ増やせない」（山口副総裁）としており、そうした場合には、積み増しに工夫を要する。このための買入れ対象資産拡大の得失を検討すると、まず長期国債買入れの増額については、短期国債買入れに比べ金融機関のポートフォリオ・リバランシングが期待でき、オペの札割れを回避できるという効果は期待できる。しかし、増加幅が大きくなると財政規律の喪失に繋がるという見方が広がり、長期金利の上昇を招く危険がある。最近の長期債市場の動きは、この証左であろう。

次に株式・土地等の購入については、現行日銀法上は認められない扱い（注）。立法措置により実施するとしても、資産価格（例えば株式）市場本来の機能を歪める恐れ、買入れ対象銘柄などの恣意性排除が困難、信用リスクが大きく中央銀行資産の損失を招くなどの問題が指摘されている。海外の中央銀行で、株式や社債をオペ対象としていない背景にはこうした事情がある。

第三に、外国為替買入れを通ずる流動性供給である。これについては、金利低下を通ずる金融緩和が限界に達した状態の下での有効な手段として、理論的には内外の学者の支持がある。しかし、外国為替市場への介入は現行法上財務省の権限であり、介入と実質的に同じ効果を持つ外国為替の購入を実施する場合には、財務省と権限上も買入れ価格についても調整を要することとなる。これらの点を考慮すると、「現行法ではできない」（植田審議委員）と考える方が自然であろう。また購入対象の為替相場が影響を受けるため、影響を受ける国——例えば、ドルであれば米国やアジア諸国からの批判に対して配慮する必要もある。

（注）日銀法上、その目的を達するため行う業務として、商業手形・その他の手形の割引、商業手形その他の手形又は国債その他の債券の売買などが限定的に列挙されている（日銀法第 33 条）。

追加策その 2 —— インフレーション・ターゲティング

追加的政策としてもう一つ主張されているのは、インフレーション・ターゲティング、つまり物価上昇率なり物価水準（注）などの目標を設定する考え方である。

このインフレーション・ターゲティングの考え方は、金融政策運営の透明性を向上させる仕組みとして、近年、英国はじめ幾つかの先進国で採用されている（図表 4）。この主張を現実に即して考える場合、二つに分けてみていく必要がある。

というのは、インフレーション・ターゲティングを採用している諸国では、物価上昇率が上振れする傾向があるため、これを抑制するために物価上昇率の目標を設定し、政策の透明性を確保しつつ引き締めを実施しようとするものである。この目標導入の前提には、金利操作など正統的な政策手段発動の余地が残されている

（図表 4）諸外国におけるインフレーション・ターゲット

国 名	採用開始時期	ターゲットとする指標	目標インフレ率	目標設定主体	ターゲットからの乖離時の対応	インフレ見通しの公表形式
ニュージーランド	88年 4 月	CPI総合前年比	0 ～ 3 %	中銀総裁と大蔵大臣の合意	免責条項以外の場合、総裁は罷免される。また説明責任を負う	四半期毎に、約 3 年先の見通しを発表
カナダ	91年 2 月	コアCPI前年比	2 ± 1 %	中銀総裁と大蔵大臣の合意	明示的規定なし	四半期毎に、半年～1 年半程度先の見通し
英国	92年10月	小売物価指数（モーゲージ利払を除く）前年比	2.5%	政府（大蔵省）	目標値から上下 1 % を超え乖離した場合、理由、対応策、回復までの期間を公開書簡で	四半期毎に、2 年先の見通し
スウェーデン	93年 1 月	CPI総合前年比	2 ± 1 %	中銀	明示的規定なし	四半期毎に、2 年先の見通し
オーストラリア	93年 央	CPI総合前年比	中期的に平均 2 ～ 3 %	中銀が設定し、大蔵大臣が支持	明示的規定なし	四半期毎に、1 年半～2 年程度先の見通し

出所：日本銀行月報（2000年6月）

ことがある。

これに対して、デフレ状態のなかでのインフレーション・ターゲティング導入を求める考え方の背景には、「名目金利がゼロであっても物価下落によって実質金利が高くなっている状況の下では、インフレ目標を設定してそれを実現することにより実質金利を引き下げることが適当という理論」(P・クルーグマンMIT教授)がある。理論的に、物価上昇を通ずる実質的金利引下げの可能性があることは否定できず、政府系エコノミストの主張もこうした効果を期待している。

しかし、現実には金融市場の構造(直接金融と間接金融の構成など)や金融政策手段整備の有無によって目標実現の難易度が異なり、正統的な政策手段を使い尽くした現在のわが国の政策環境下では、目標を設定しても実現は極めて疑わしいと考えざるを得ない。因みに、デフレ状態のなかでインフレーション・ターゲティングを採用した例は殆んど見当たらない。

インフレーション・ターゲティング論の延長上に「日銀がいかなる資産でも購入すれば、やがてはインフレが生じ、それをコントロールすればよい」という主張もある。この主張は、

「日銀がいかなる資産でも購入する」ことの問題点が、前項でみた通り現実性に乏しく副作用も大きいこと、「適切な水準でインフレをストップする」ことは、いわゆる「調整インフレ」論と同様、物価上昇がスパイラル的に進行し始めるとそれを止めることができないという危険性を見逃している点で問題がある。

(注)物価水準目標について

日銀の政策決定会合で、中原伸之委員は「2003年1～3月にCPIの水準をゼロ%以上とする」ことをターゲットとして金融調節を行う提案をしており、同委員はこの提案は「目標物価の水準」を念頭に置いたものとしている。日銀の現行「CPIがゼロ以上」とする時間軸と比較すると、実

現の時限を設定している点で異なる。

今後の考えられる政策の可能性

今後景気情勢が一段と厳しさを加えること、先の「効果が不確かでも、経済にマイナスに作用する証拠がなければ、インフレ目標を設定し、手段を選ばずデフレ克服策として何でも試してみるべき」との主張が力を増す可能性は大きい。

確かにデフレは経済活動に好ましいものではなく、抑制のために金融政策の余地が全くないわけではない。しかし、インフレの可能性に目をつぶるのはさらに危険である。

インフレは企業収益を改善させるわけではなく、債務者に利得をもたらす債権者に損を負担させるという形で所得配分を変えるに過ぎない。その結果、インフレと景気後退が併存するスタグフレーションという最悪の事態を招く懸念もないとはいえない。

最近、日銀幹部は折に触れ「いかなる資産でも買い上げてインフレ目標を達成するという政策は、最終的に日銀の損失の穴埋めを納付金減少＝税金で賄う財政政策の領域であり、日銀としては採用することが出来ない」という考え方を表明している。

こうした政策は、「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」(日銀法第2条)ことを理念とする日銀の役割の範囲を超えるということであろう。

わが国経済が非常事態という認識の下、仮にインフレ目標の設定し、その実現を求める場合には、政府の責任において、必要な立法措置を含めて市場や国民の信頼を得られる財政政策、不良債権処理を含む金融システム対策、構造改革などと整合的な総合的な政策の枠組みのなかで検討されるべきであろう。(荒巻 浩明)