

### 日本銀行の新体制発足と今後の金融政策運営

南 武志

07年夏の参院選で与党が惨敗し、参議院の過半数を野党勢力が占めた結果、「国会のねじれ現象」が生じており、政府・与党によるスムーズな国会運営が困難となる場面が頻発している。最近では、道路特定財源の暫定税率問題に加えて、日本銀行の次期総裁人事を巡って大きく混乱し、日銀総裁が約3週間に渡って不在となったといった異常事態に陥っている。

しかし、4月11日の主要7カ国財務大臣・中央銀行総裁会合（G7、於ワシントン）を直前に控え、副総裁に就任したばかりの白川方明氏が衆参両院の同意の下、総裁に任命された。定員2名の副総裁のうち1名の欠員が生じるなど、まだ万全とはいえないが、日銀もようやく体制を整えつつある。当面は、米サブプライム問題に伴う世界的な金融資本市場の混乱や景気後退入りとの見方も強まりつつある米国経済動向などが日本経済・金融情勢へ与える影響を慎重に見極め、場合によっては何らかの手立てを打っていくものと思われるが、中長期的な課題としては何に注意していくべきであろうか。

#### 積み残されたままの「デフレ脱却」

2月の全国消費者物価の前年比上昇率は総合・コア（生鮮食品を除く総合）とも+1.0%まで高まり、「中長期的な物価安定の理解」の中心値近辺に到達するなど、表面的には長引くデフレ状態から脱したかに見える。しかし、政府（内閣府）などでは、

現時点でデフレ状態から完全に脱却したとの判断を下してはいない。かねてより内閣府では、消費者物価、GDPギャップ、GDPデフレーター、単位労働コスト、の4指標の動向をデフレ脱却の判断材料として重視するとしてきたが、このうちデフレ脱却をサポートするのは、に留まっており、は依然として弱い動きが続いている。

なお、についても、上昇が著しい食料（除く酒類）・エネルギーを除くベースでは、依然として前年比マイナス状態であるほか、についても基準となる潜在GDPの推計方法によっては、過去の趨勢的・平均的なGDP水準を下回っている（つまり、デフレギャップは発生している）との結果が得られる可能性もある。現在の物価上昇が、国内における消費財・サービスの需給改善を伴ったものではなく、単に国際商品市況の高騰からの波及に留まっているに過ぎないということは、仮に国内消費動向に影響が出ないとしても国際商品市況が反落する事態になれば、消費者物価が再び前年比マイナスに陥るリスクもないわけではないだろう。07年3月の量的緩和政策解除は、デフレ状態から抜け出したとの判断に基づいたものと思われるが、実際には日本経済にはいまだにデフレ的状况は残存している。「物価の番人」である日銀は、日本経済をデフレ的状况がもたらす可能性のある弊害から一刻も早く隔離すべきである。

## ゼロインフレ予想がもたらす悪循環

「企業から家計への波及」に大きな進展が見られず、所得が伸び悩む家計部門では相次ぐ生活必需品の値上げでマインドが大幅に悪化している。一方、企業部門では値上げによる需要減退を恐れ、投入コストの上昇を完全には価格転嫁することができず、収益圧迫要因となっている。その結果、雇用コストを抑制しようという意識は企業には根強い。つまりは、消費が弱いのは賃金が伸びないためであり、賃金が伸びないのは消費が弱いから、というトートロジー（同語反復）に陥っている。

こうした悪循環発生の一因に、日銀の金融政策スタンスが介在している可能性もある。量的緩和政策解除後の2度にわたる利上げについて、日銀は経済・物価情勢の進展に合わせて判断したとしているが、一方で金融政策を一刻も早く正常化したいとの思惑も見取れる。実際に、07年2月の第2次利上げ後に消費者物価が再び前年比マイナス状態に陥り、それがしばらく続くことが十分想定されていた中でさえも日銀は利上げ意欲を前面に出し続けたため、マーケットが8月利上げを前提に動いていたこ

とは記憶に新しい。こうした状況を冷静に捉えれば、消費者物価上昇率がゼロ%を上回ると、必ずしもデフレ脱却が完全に果たされていないと、マーケット、更には一般国民に対して利上げが行われることを意識させるような予想形成メカニズムを作り上げた可能性がある。こうして形成されたゼロインフレ予想が悪循環を発生させている一因ではないだろうか。

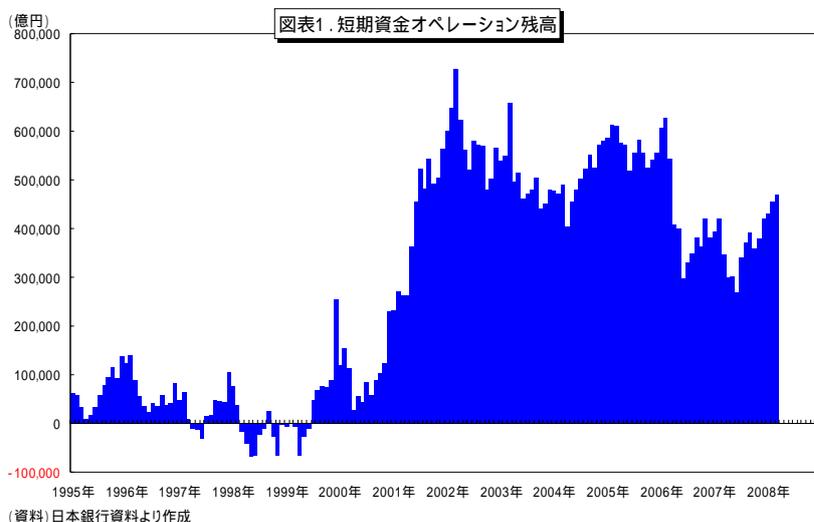
その意味では、民主党に副総裁として不同意とされた伊藤隆敏氏（東大大学院教授）が提起した物価安定に関する問題提起は非常に重要な意味があったと考える。

## 国債との付き合い方

今回の日銀総裁・副総裁人事において、民主党は財務省関係者をすべて不適任と判断したが、その理由として、日銀総裁・副総裁は財務官僚の天下り先であってはならないということと、財務省出身者が日銀幹部になると、金融政策が財政政策の一部となる懸念があるとする、いわゆる「財金分離論」などを指摘した。この財金分離論はあいまいな概念であるが、マネタイゼーション（日銀による直接的な国債引き受けと

いった国債の貨幣化現象）を懸念したものと捉えることが可能であろう。

現在、日銀は資金供給手段の一つとして、マーケットから毎月約1兆2千億円の中長期国債買入れを実施している。08年度の国債の市中発行額が約105兆円



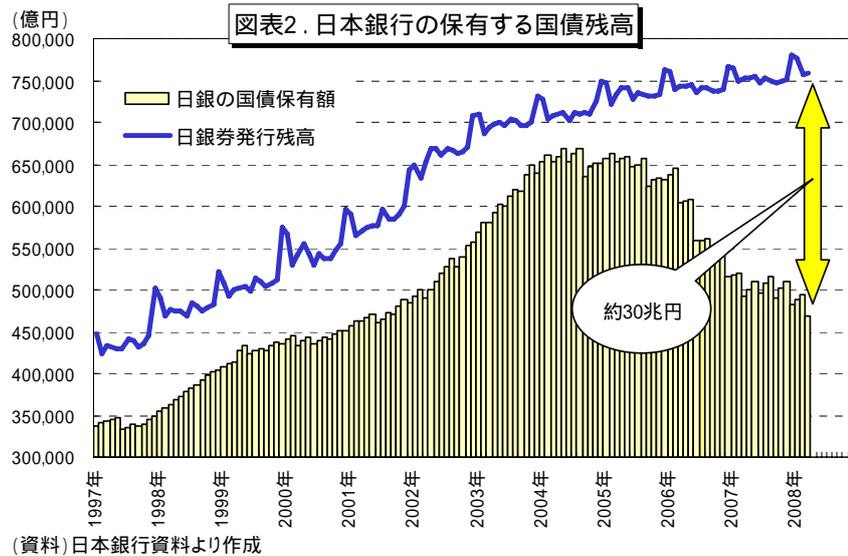
(カレンダーベース)であることを考慮すれば、日銀が市場から定期的に年間14兆円強の国債を買い入れていることは、ある種の安心感を与えている可能性は高い。

ただし、この毎月1兆2千億円という金額は、そもそも量的

緩和政策を強めていくなかで増額されてきた経緯がある。つまり、量的緩和政策を行うための手段であったわけである。既に量的緩和政策を解除してから2年余りが経過していることもあり、これがいつ減額されるのかという「不安」もないわけではない。

しかし、一方で、日銀による国債買入額は増額するのが望ましいという意見もある。というのは、短期金融市場の取引のなかでは、ターム物取引のボリュームが小さいことが指摘されることが多いが、これは日銀が資金供給手段としてターム物オペを多く打っていることの裏返しであるからである。日銀は、財政要因による資金不足期(揚げ超)にターム物オペによって不足を埋める傾向があるなど、短期オペに対して非常に負担のかかる資金調整を行っている(図表1)。こうしたターム物オペの多用によって、短期金融市場の健全な発展が阻害されている可能性が指摘されている。これを修正する手段として、より長期オペの活用、つまりは中長期国債買入れオペを増額すべきという意見につながってくる。日銀は保有国債の上限額を日銀券発行残高としている

図表2. 日本銀行の保有する国債残高



(08年度末の日銀券発行残高76.4兆円に対し、日銀の国債保有額46.9兆円、図表2)が、政府(国債整理基金)による国債市中発行額の平準化に伴う買入消却に応じたことで、日銀の国債保有残高は大きく減少した。さらに、99年度以降は満期を迎えた保有国債はTBによる借換え引受けを行った後(08年度は9.6兆円の予定)原則的に翌年度には現金で償還を受けることになっているが、これにより日銀の国債保有額は今後も減少傾向を辿る可能性がある。

日銀は、日銀券発行残高という負債に見合った資産を保有する必要があるが、国債保有額との乖離が徐々に目立っており、それが短期オペで埋められているというのが現状である。このあたりは技術的な話であり、いわゆる財金分離論だけでその是非を問うべきものではないだろう。

ちなみに、日銀法第4条では、「日本銀行は、その行う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

い。」としているほか、日銀総裁は経済政策の司令塔である経済財政諮問会議のメンバーであるなど、金融政策が政府の経済政策と独自に展開されることはありえない点に留意しておく必要があるだろう。

### 『現代の金融政策 理論と実際』

ちょうど白川氏の副総裁就任と時を同じくして、著書「現代の金融政策 理論と実際」が出版された。著書の前半は、金融政策の教科書的な内容であるが、最後の第部では「近年の金融政策運営を巡る論点」として、量的金融緩和政策、デフレの危険とゼロ金利政策の評価、資産価格上昇と金融政策、の3点に対する独自の考えを表明している。07年に表面化した米サブプライム問題は、米FRBがデフレへの警戒感から大幅な金融緩和措置を採用したことで住宅バブルが発生したことが主因であるという意見が根強いが、実際に上記の～はそうした問題にも密接な関係がある。

資産価格と金融政策との関わり方を巡っては、「バブル現象は金融市場においては不可避であり、かつ資産価格上昇がバブルであるかは事前に分からないとの認識から、まずは物価安定と最大雇用の確保に注力し、バブルが崩壊した際には被害が最小限に食い止めるような政策対応をすべき」とする考え方（FRBビュー）と「バブル崩壊に伴う悪影響を考慮すれば、バブル発生は未然に防ぐべきである」とする考え方（BISビュー）の2つが注目されている。単純に言えば、FRBビューでは金融政策は資産価格にコミットすべきではないとするのに対し、BISビューでは逆に積極的に関わるべきとしている。日銀は『展望レポート（07年10

月）』におけるリスク評価において、「緩和的な金融環境が続くもとで、金融・経済活動の振幅が拡大する可能性」を指摘し、「短期的には景気や資産価格を押し上げることがあっても、その後の調整を余儀なくされ、息の長い成長を阻害する」ことへの警戒を表記するなど、BIS Viewに近いスタンスであると考えられる。

白川総裁自身も、近年、世界的に見ると物価上昇率は安定する傾向にあるが、逆にバブルの発生・崩壊は頻度が増しているとの評価を下しており、金融政策を運営するにあたっては「物価安定だけで果たして十分なのか」という意識があることも著作から窺える。このことは、今後の5年間も「金融政策の正常化」が引き続き政策運営の最大のテーマであることを示唆しているものと思われる。

### 【参考文献】

- 白川方明（2007）「高まるバブル発生頻度、問われる物価安定の意味」、『金融財政』、共同通信
- 白川方明（2008）『現代の金融政策 理論と実際』、日本経済新聞社
- 南武志（2008）「2008年の金融政策を考える視点」、『農中総研情報 2008年1月号』