

量的緩和解除後の金融政策運営と課題

主任研究員 南 武志

〔要 旨〕

- 1 グローバル金融危機以降、先進国・地域の経済はその後遺症に悩まされており、景気は停滞し、雇用の改善が遅れている。しかし、膨大な財政赤字により、一段の財政出動には足枷がはめられるなど、中央銀行による金融政策の効果に対する期待が集まっている。こうした中、ほとんどの中央銀行は政策金利をゼロ近辺まで引き下げるなど、伝統的な金融政策の手段を使い切っており、非伝統的な領域にまで足を踏み入れている。
- 2 金融政策の非伝統的領域に位置する政策手段としては、国債もしくはリスク性の高い資産の購入やその対価としての潤沢な流動性供給、さらに緩和策解除の条件をあらかじめコミットメントすること、などがある。これらによって、ポートフォリオ・リバランス効果、時間軸効果によるイールドカーブ全体の押下げ、民間部門のデフレ予想の変化、為替レートの上昇効果、金融システムの安定化などが期待されている。
- 3 日本銀行は、1990年代後半から2000年代半ばにかけて、ゼロ金利政策、量的緩和政策などを実施するなど、非伝統的な金融政策のフロントランナーであったが、物価が安定的にプラス状態で推移する以前の段階で引締めに転じてきたこともあり、デフレ状態からの完全な脱却が実現できずにいた。今回のグローバル金融危機後の金融緩和策も、他の先進国・地域に比べれば規模の小さいものであったがために、内外金利差や金融政策の緩和の程度への注目が高まっている外国為替市場では、円高圧力が高まっている。
- 4 そのほか、日本銀行には国債との付き合い方や資産価格の取り扱い、非専門家による政策委員就任、中央銀行の独立性と政府との連携など、日銀が直面する課題は少なくないが、円高・デフレ圧力の解消を最優先課題として位置づけ、それに向けて政府・日銀が一体となった政策展開が期待されている。

目 次

はじめに ―長引くデフレと根強い円高圧力―

1 非伝統的な領域で模索する金融政策運営

- (1) 金融政策の伝統的・非伝統的領域
- (2) 非伝統的な金融政策への世界的なシフト
- (3) 次第に強化されていく日銀の包括緩和策

2 デフレと根強い円高圧力との関連性

- (1) デフレの弊害
- (2) デフレの原因を巡る議論
- (3) 根強い円高圧力

(4) 円高・デフレと金融政策に関する検証

3 金融政策が抱える政策面の課題

- (1) 国債との付き合い方
- (2) マクロブルーデンスと金融政策

4 日銀の政策運営上の問題点

- (1) 誰が政策委員になるべきか
- (2) 政府との連携と中央銀行の独立性

おわりに ―日本経済の課題克服に向けて―

はじめに

―長引くデフレと根強い円高圧力―

2000年代後半に世界経済を襲ったグローバル金融危機は、その後も先進国・地域の経済に低空飛行を余儀なくさせており、しかも債務危機や金融システム不安などといった後遺症に悩まされている。このグローバル金融危機に対して、主要国・地域では大規模な財政出動や金融システム安定化策に加え、大胆な金融緩和措置を採用したことが記憶に新しい。特に先進国・地域では、財政赤字に対する警戒感が強まったこともあって、金融政策に対する期待が強まり、未踏の領域に踏み込んでいったわけだが、その先駆者の役割は日本銀行が果たしてきたことは間違いないだろう。

しかし、物価面に関しては、日本以外の国ではデフレ突入を回避することができた一方で、日本ではデフレ脱却がいまだに実現できていない。さらに、グローバル金融

危機後の日本はほぼ一貫して円高圧力にさらされているが、政策当局は効果的な対策が実施できずにいる。円高とは他通貨との交換比率が上昇することであり、日本とその相手の通貨国のそれぞれの事情が絡み合って水準が決定されるはずである。しかし、最近の円高については、円資産を積極的に購入する理由はなく、専ら海外要因、具体的には米国の景気停滞や金融緩和観測、欧州における債務危機収束の困難さなどが原因とされることが多い。果たして円高進行を助長するような日本独自の原因は本当にはないのであろうか。

本稿では、グローバル金融危機後の内外の金融政策運営の変遷を概観するとともに、円高の背景に日銀の金融緩和策に対する消極的な姿勢があることを指摘したい。さらに、日銀の金融政策が抱える課題についても考えてみたい。

1 非伝統的な領域で模索する 金融政策運営

日本のみならず、先進各国・地域の中央銀行は非伝統的な金融政策を余儀なくされていると言われる。この非伝統的な金融政策とはどういうものを指すのであろうか。金融政策の伝統的領域・非伝統的領域とは何であるかを整理しつつ、最近の内外の金融政策について概観したい。

(1) 金融政策の伝統的・非伝統的領域

多くの中央銀行は、金融政策を運営する手段として準備預金制度を採用している。その制度の下で、適用先金融機関は受け入れている預金等の一定比率以上の金額を中央銀行に預け入れなければならない。中央銀行にとっても「政策金利をある定められた目標に誘導する」という平時の金融政策を実施するなかで、その準備預金の積みの進捗をコントロールすることが重要となってくる。

一般的に、日本では準備預金の増加（減少）に影響を与える要因は、①銀行券の還流（増発）、②財政資金の払い超（揚げ超）、③日銀の信用供与（吸収）である。このうち、①、②は日銀にとって外生要因であり、かつ日々変動することから、政策金利を一定の水準に誘導するため、日銀は短期国債などの適格担保を対象とするオペレーションなど（＝③）を通じて準備預金の増減を調整することになる。^(注1)こうした中、景気が

過熱気味になり、インフレ懸念が強まってくることが予想される際には、政策金利を上げると同時に、資金供給量を絞ることになる。

なお、中央銀行が購入する資産は、短期国債など安全性の高いものに限定されており、インフレを連想させやすいバランスシートの毀損を可能な限り回避しようとする傾向がある。また、たとえ安全資産である国債といえども、長期金利の過度の低下をもたらすなど個別の資産市場に深く関与し、資源配分の歪みにつながるような行動をとるのは好ましくないと考えられている。

他方、非伝統的な金融政策とは、上述した枠組みから外れる政策運営すべてが該当するが、当然のことながら「何でもあり」というわけではなく、中央銀行としての節度を保ちつつ実施されているのが実情である。この非伝統的な金融政策は、名目金利の非負制約下において政策金利がゼロ近辺まで低下した後の追加緩和や金融市場における著しい機能低下の際（例えば価格発見機能などが低下し、信用収縮が発生した場合）に採られてきた。

なお、白川総裁は10年10月に包括緩和策を実施するにあたって、日本が世界で最も先進的な金融緩和策を実践しているとの自負を語ったが、デフレからなかなか脱却できずにいる日本がこれまでにない発想の下で金融政策に取り組まざるを得なかったのは当然のことであろう。リーマン・ショック後のグローバル金融危機の発生を受けて、先進国・地域の中央銀行は、国債など

を大量に購入し、自身のバランスシートを拡張させる政策を採用したが、その原型はわが国が2001～06年にかけて実施した量的緩和政策にあるのは確かである。具体的に、量的緩和政策では政策目標として無担保コールレート（翌日物）がゼロになるのに十分な額の日銀当座預金残高を政策目標として設定し、その達成に向けての一つの手段として国債買入れオペの増額を漸次行った。さらに、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いうコミットメント（時間軸の設定）を行った。こうした政策の枠組みにより、ポートフォリオ・リバランス効果やイールドカーブ全体の押下げ、為替レートの円安誘導、さらには金融システムの安定化効果などが期待^(注2)された。

一方で、中央銀行が国債や株式、外貨建て資産、貸出債権などの金融資産を大量に購入することについては、慎重論が根強い。その理由としては、万一の際にはバランスシートを毀損させ、最終的に税金などで補填しなくてはならない可能性もあるほか、株式・社債・CPなどを購入するような個別企業の信用リスクを負担する行為はミクロの資源配分に影響を与えるが、それは本来、財政政策の領域に入るものであること、などが挙げられることが多い。

なお、量的緩和政策によって期待される効果に関しては現時点でも評価が分かれるところである。^(注3)白川日銀総裁（当時は日銀理事）はその著書の中で、景気・物価に対する刺激効果という点で量的拡大はほとんど

効果がなかった、としている（白川（2008））。一方、岩田前副総裁（量的緩和政策当時）は、企業部門における債務・雇用・設備の「3つの過剰」の解消に大きな役割を演じたほか、03年度の為替市場への介入効果との相乗効果でデフレ脱却に貢献した、と評価している（岩田（2010））。緩和策解除の条件をあらかじめ提示していく時間軸効果については、全般的にイールドカーブ全体を押し下げ、景気を下支えする効果があったと評価する見方が多い（植田（2005）、白川（2008）など）。しかし、宮尾日銀審議委員は、時間軸効果はイールドカーブの押下げには貢献したが、景気・物価への効果は不透明としている（宮尾（2007））。

また、実証分析に関しては、ベクトル自己回帰（VAR）モデルなどを用いた本多・黒木・立花（2010）の実証分析の結果からは、ベース・マネー拡大は株価上昇を通じて生産拡大に貢献した、としている。原田・増島（2010）もほぼ同様の結論を導いている。中澤・吉川（2011）もまた、同様の手法により、量的緩和政策が名目GDP押し上げに効果があったことを確認しているが、一方で日銀による国債買入オペの対象が残存期間の短い国債が中心であったために、ポートフォリオ・リバランス効果があまり発揮できなかった、としている。

（注1）簡略化した日銀のバランスシートを考慮すると、以下の「資金需給方程式」と呼ばれる関係式が導かれる。準備預金の減少（増加）＝銀行券の増発（還流）＋財政資金の揚げ超（払い超）＋日銀の信用吸収（供与）

（注2）翁（2011）、田中（2008）などが詳細に述べている。なお、ポートフォリオ・リバランス効

果とは、金融機関にとっては収益を生まない日銀当座預金残高を増加させることによって、銀行のポートフォリオに影響を及ぼそうとするもので、具体的には貸出増加やリスク資産の購入増を促すことにより、資金の循環を活性化させることを期待する効果である。

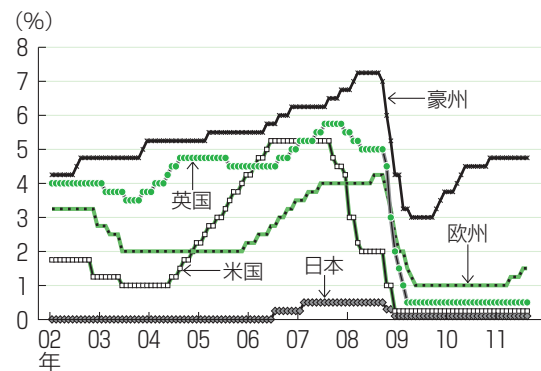
(注3) 鶏飼(2006)は量的緩和政策解除前後の実証研究に関するサーベイをまとめている。

(2) 非伝統的な金融政策への世界的なシフト

06年3月に日銀は量的緩和政策を解除すると同時に、今後の運営方針である「新たな金融政策運営の枠組みの導入について」を公表、それに基づいた政策運営を開始した。まず、操作目標を「日銀当座預金残高」という量的目標から「無担保コールレート(翌日物)」という金利目標へ戻した。また、運営の枠組みとして、半年ごと(その3ヶ月後には中間評価を行う)に公表する『経済・物価情勢の展望(展望レポート)』をベースに、^(注4) フォワード・ルッキング的な政策運営を行っていく、ということになった。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)で前年比0~2%程度、中心値は概ね1%の前後で分散している、と発表した。^(注5) ちなみに量的緩和政策解除後、急速に日銀当座預金残高を縮小し、06年7月には第1回目の利上げ(0%→0.25%)、07年2月には第2回目の利上げ(0.25→0.50%)を実施するなど、「平時の金融政策」に向けた正常化が図られた。

しかしながら、2008年秋に発生したグローバル金融危機は、欧米主要国の中央銀行の政策運営を根底から変化させた(第1図)。以下に示すとおり、これらは非伝統

第1図 主要国の政策金利



資料 各中央銀行の資料から筆者作成

(注) 日本、米国の政策金利はそれぞれ「0~0.1%」、「0~0.25%」というレンジでの誘導目標となっている。

的な領域に属するものに他ならない。サブプライム問題の震源地であった米国(連邦準備制度理事会:FRB)においては、08年12月に政策金利の誘導目標を0~0.25%まで引き下げたほか、長期国債の買入れ再開(最大3,000億ドル)、連邦住宅抵当金庫(ファニーメイ)や連邦住宅貸付抵当公社(フレディマック)といった政府支援機関(GSE)債およびGSE保証の不動産担保証券(MBS)の買入れ(1兆4,500億ドルへ)などが実施された。^(注6) また、サブプライム問題の余波で多くの金融機関が経営破綻に追い込まれた英国(イングランド銀行:BOE)でも、09年3月には政策金利を0.5%へ引き下げたほか、中長期の英国債、CP、社債の購入を含む資産買入制度(1,750億ポンド)を創設した。さらに、ユーロ圏(欧州中央銀行:ECB)においても、09年5月に政策金利を0.25%まで引き下げたほか、同時に09年5月にはカバード・ボンド(債権担保証券)の買取り(600億ユーロ)を発表した。^(注7)

こうした欧米中央銀行による資産買入に

より、彼らのバランスシートは大きく膨張することとなった(第2図)。一方、日銀も、CPおよびABCPの買入れ(上限3兆円)、社債の買入れ(上限1兆円)、中長期国債の買入増額(危機発生前までの毎月1.2兆円から09年3月には1.8兆円へ)、金融機関保有株式の購入再開(最大1兆円)等を決定したが、欧米中央銀行に比べてバランスシート拡張には慎重であった^(注8)。

(注4) その後の金融政策を検証すると、このフォワード・ルッキング的な手法によって予見的に緩和措置をとった例はこれまでにない。

(注5) 後述の通り、政府が09年11月に再びデフレ宣言をしたのを受けて、日銀は「中長期的な物価安定の理解」の明確化を目的に、「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域」と、ゼロインフレは容認しないとの立場へ修正を図った。

(注6) それ以外にも、ターム物連銀貸出、ターム物入札型貸出制度(TAF)、ターム物証券貸出制度(TSLF)など健全な金融機関への短期流動性供給、CPファンディング制度(CPFF)、マネー・マーケット・ファンディング制度(MMIFF)など信用市場の借り手や投資家への流動性の直接供給などを実施した。

(注7) なお、ECBは10年5月に国債購入を行うことを決定し、ECBと主要な加盟国中央銀行はユーロ発足以来、国債を初めて市場から購入した。しかし、これはあくまで欧州債務危機に伴って低下した市場機能の正常化が目的であり、その後、購入額とほぼ同額の資金吸収を実施してい

る。なお、欧州債務危機が収束の兆しを見せないなか、11年8月には国債購入を再開している。

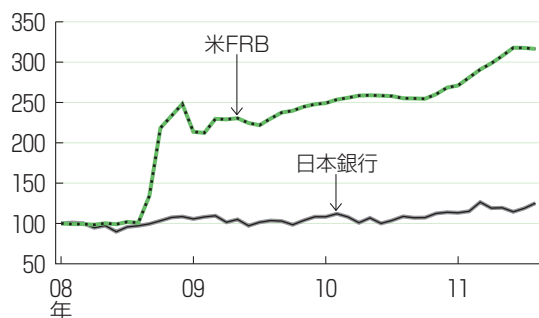
(注8) グローバル金融危機の発生を受けて、欧米中央銀行のバランスシートは短期間で急拡大した(BOE:危機発生前の約3倍、米FRB:同じく約2.5倍、ECB:同じく約1.5倍)のに対し、日銀は1割程度の拡大にとどまった。

(3) 次第に強化されていく日銀の包括緩和策

日銀は、09年に入ってから消費者物価が下落に転じ、デフレ圧力が強まっていたにも関わらず、これまでの緩和策の効果を見極めるといった消極的態度に終始したほか、時限的に実施していた企業金融支援措置などを徐々に解除していった。しかし、その行動は政府の景気・物価の認識との距離感を目立たせる結果となった。日銀は、物価が下落している現状を認識しつつも、デフレには様々な定義があるとし、自身のデフレ判断については態度を曖昧なままにしていた。しかし、政府は09年11月の月例経済報告で「物価の動向を総合してみると、緩やかなデフレ状況にある」と、06年6月以来、3年5ヶ月ぶりに現状をデフレであると認定した。これを受けた日銀は、デフレに対する態度の大幅修正を余儀なくされたのである。

11月末になって白川日銀総裁はようやく現状をデフレであると認め、デフレ問題に取り組んでいく姿勢を表明した。その後、急遽、臨時の金融政策決定会合を開催し、「新しい資金供給手段の導入によって、やや長めの金利のさらなる低下を促すことを通じ、金融緩和の一段の強化を図る」ため、

第2図 日米中央銀行のバランスシート



資料 日本銀行、米FRB
(注) 2008年1月=100。

期間3ヶ月、総額10兆円程度の固定金利方式の共通担保資金供給オペレーション（以下、固定金利オペ）を導入することを決定した。

しかし、こうした緩和策にもかかわらず、ほぼ一貫して円高圧力が高い状況が続き、景気・物価への悪影響が懸念され続けた。日銀はいくつかの緩和措置を決定した後、10年8月に固定金利オペの拡充（新たに期間6ヶ月物を約10兆円導入）を決定し、さらに9月中旬に6年半ぶりに実施した円売り介入に際して、それに伴う介入資金をとりあえず市場に放置する方針を示したが、なかなか円高進行を食い止めることはできなかった。その後、日銀は10月の金融政策決定会合において、①政策金利の誘導目標の変更、②時間軸の設定、③5兆円規模の資産買入基金の創設、からなる追加緩和策（包括緩和策）を決定した。

この包括緩和策では、政策金利の誘導目標を「0～0.1%」とし、ゼロ%まで低下するのを容認する格好となった。ただし、補完当座預金制度の適用利率と固定金利方式・共通担保資金供給オペの貸付利率を0.1%に据え置いたことから、政策金利の低下幅は極めて限定的であった^(注9)。一方、「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまでの間は今回の政策を継続することとした。包括緩和策導入まで、利上げのための条件は、消費者物価前年比の「安定的なプラス」と見る向きが多かった。しかし、それが「1%前後」まで引き上げられたた

め、より強力な時間軸が設定された可能性が高く、ターム物金利や短期ゾーンの国債利回りの一段の低下を通じて、イールドカーブ全体を押し下げることが期待された。

さらに、約5兆円の資産買入基金を導入、国債のほか、社債・CPやETF、J-REITを購入することとした。これにより、単に資金を供給するだけにとどまらず、中央銀行が信用リスクを積極的にとる姿勢を見せることで、民間セクターの物価予想などの形成に何らかの変化をもたらそうという意志も窺える内容といえる。

とはいえ、設定した時間軸については、金融面での不均衡の蓄積を含めたりスク要因に問題が生じていないことを包括緩和策継続の条件とするなど、緩和策の長期化に躊躇^(注10)している面もみられた。

（注9）そういう意味で、日銀が言うような「実質ゼロ金利政策」ではない。

（注10）植田和男・元日銀審議委員は「1%程度の物価上昇を実現するには潜在成長率以上に景気を吹かさねばならない。過熱は危ないから嫌だ」という態度を貫き過ぎると結局物価が上昇せず、一種のワナに陥る」と述べたことがある（07年5月28日付けの日本経済新聞「月曜経済観測」より）。つまり、デフレへの逆戻りを回避するため、過度に金融面でのリスク蓄積等を配慮するのは望ましいことではない、ということであろう。

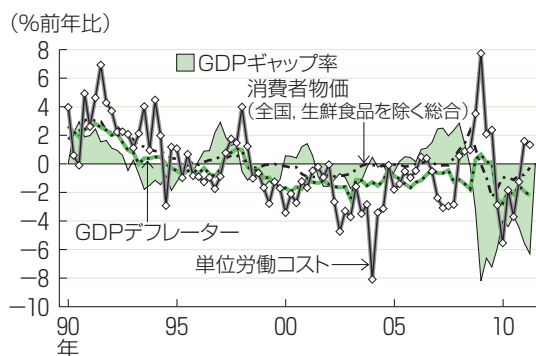
2 デフレと根強い円高圧力との関連性

2008年夏にかけてデカップリング論（先進国経済の低迷と新興国経済の堅調さの両立）の盛り上がりなどを背景とした国際商品市況の高騰によって、エネルギー関連・食料

品の価格上昇が牽引する格好で消費者物価は上昇率を高め、7～8月にかけては前年比2.4%まで上昇した。ただし、エネルギー・食料品以外の分野での価格上昇圧力は極めて限定的であった^(注11)。これは、賃金など雇用者報酬が頭打ち状態を続けるなか、生活必需品的な財・サービスの価格上昇によって家計部門の実質購買力が低下し、企業・生産者による投入コストの価格転嫁を困難にしたからである。その後、グローバル金融危機の発生により、消費者物価は09年3月から11年6月まで下落状態が続いた。なお、11年8月に行われた消費者物価の基準改訂では11年6月（当時の直近値）の前年比変動率に対して▲0.6%ポイントの下方修正となっている。近年、5年ごとの基準改訂に伴う物価押下げ効果は近年高まる傾向にあり、「物価の安定」を消費者物価の前年比に結び付けて運営している金融政策によって無視できなくなりつつある（第3図）。

（注11）全国消費者物価指数（08年7月分、2005年基準）の「食料（除く酒類）・エネルギーを除く総合」は前年比0.2%であった。

第3図 デフレ判断のための主要物価関連指標



資料 内閣府、総務省統計局などの資料より農林中金総合研究所作成

（注）GDPギャップ率は過去の趨勢的なGDP水準と実際のGDPとの乖離率とした。

（1）デフレの弊害

90年代後半に日本が陥ったデフレは、以下のような弊害をもたらしたと考えられる。まずは、実質金利の高止まりである。金融取引は名目金利に影響を受けるが、設備投資など実物的な経済活動は実質金利（＝名目金利－物価上昇率）に影響を受ける。それゆえ、いくら名目金利が低水準であったとしても、デフレが進行する中では実質金利は高止まってしまい、経済活動の抑制をもたらした可能性が高い。次に、債務者から債権者への購買力移転である。部門別の資産・負債バランスを見ると、付加価値生産の担い手である企業部門では多くの負債を抱えているのが一般的である。また、公的部門も通常は正味資産を上回る負債を保有している。さらに、家計部門を見ても、負債を抱えているのは勤労者世帯であり、金融資産は高齢者世帯に偏在している。通常の金融取引においては、債権・債務残高などの物価スライド（インデクセーション）が実施されないため、デフレ状態に陥った場合、債務者の実質的な負担は重くなる。その結果、債務者の経済活動を萎縮させるリスクがある。日本経済はストック化が進行しているため、たとえ年率1～2%というマイルドなデフレ率であったとしても、デフレによる債務者全体の負担増は無視できないといえる。

その他、支出のタイミングの先延ばし効果が指摘できる。基本的にデフレは需要不足の面が強く、その解消のためには需要増が求められるが、デフレ予想が蔓延する中

では、不要不急の支出行動は将来に繰り越されてしまい、一段とデフレが進行してしまう可能性がある。また、デフレ下では、年金財政を含む政府の財政改革の進展を阻害する、という弊害をもたらすことも知られている（法専（2009））。かつて、ピグー^{（注12）}効果などが指摘するような「良いデフレ」もあると言われた時期もあったが、過去20年間の日本の経験からは、デフレのメリットを受ける人はごく少数であり、物価下落は雇用者の賃金圧縮を招くなど、決して生活者としての豊かさが享受できないほか、若年者層の雇用機会の喪失を招いたことが挙げられる。デフレは真の社会的な弱者を中心に悪影響を発生させ、経済の活力を喪失させていることを政策当局は十分に認識しなくてはならない。

（注12）物価下落は実質貨幣残高を増大させることを通じて消費拡大をもたらす、国民所得を増加させる効果。

（2）デフレの原因を巡る議論

一方、世界のほとんどの中央銀行には、「物価（もしくは通貨価値）の安定」が使命として課せられている。この使命を全うするには必要な手立てが中央銀行になれば無理難題となってしまうが、世界的にその目標設定に対する見直しの機運が見られない、ということは、中央銀行には「物価の安定」を導くための手段がある、と見るのが一般的な常識であろう。経済学でも、一般的に金融政策は物価の安定に有効と教えている。

しかし、日銀は「デフレは金融政策だけ

では解決できない」との主張を繰り返している。まず、サービス価格の低下傾向や、規制緩和などの影響、さらには中国など新興国の安い労働力を背景とした安価な製品の輸入拡大（いわゆる「デフレの輸入」）を挙げた。サービス価格については、基本的にサービス業は労働集約的であり、その価格はその人件費との関係が深い。最近ではサービス業の人件費圧縮姿勢が強く、賃金が下落する傾向にあるため、低下傾向をたどっている。また、規制緩和もその対象となった財・サービスの価格低下につながりやすい。しかし、これらはいずれも個別の財・サービスの価格の動きと、経済全体の物価変動とを混同した議論である。個別の財・サービスの価格が下落したからと言って、全体も同じように下がるかどうかは無関係である。例えば、輸入品の価格だけが下がったとすれば、その負担の軽減分を他の財・サービスの購入に回すこともありうる話であり、そうした財・サービスの価格には上昇圧力がかかるため、全体の物価が下がるとは限らない。実際、日本と同様、先進国では新興国から多くの商品を輸入しているが、いずれもデフレに陥っているわけではない。また、そもそも日本の物価水準は高いとする内外価格差の存在も挙げられており、これが是正される過程でデフレが必然的に生じている、としている。しかし、内外価格差の縮小は、為替レートの円安進行が最も影響するほか、バラッサ・サムエルソン効果、つまり、国内外の貿易財・非貿易財部門間の生産性格差の縮小な

どによっても起こりうる。ちなみに、比較対象国もデフレであれば、デフレは内外価格差の縮小を保証しない。

こうした「デフレは金融政策では解決できない」という認識は政策運営面にも反映されている。この表れは、10年4月の金融政策決定会合において執行部に対して検討が指示され、9月から始まった成長基盤強化支援資金供給オペレーション（以下、成長基盤強化支援オペ）である。近年、白川総裁をはじめ日銀が金融政策以外の分野へ積極的に言及することが増えているが、中央銀行として構造問題や産業政策に踏み込むのは異例とされてきた。上述のように、デフレは経済のグローバル化や規制緩和の推進による価格低下圧力や期待成長率の低下など環境変化によって発生していると日銀は説明してきた。成長基盤強化支援オペは将来の成長分野にうまく資金が流れることを日銀としてサポートしたい、ということであろうが、実際のところ、信用収縮が発生していたというわけではなかったほか、産業政策は経済成長にとって効果はないとの議論も少なくない。

そもそも、有望な産業や技術を中央銀行が決めるというのはやや乱暴な議論であろう。こういう作業が最も適しているのは資本市場である、というのが金融論の常識であり、資本市場を充実させるのが正道であろう。日銀は超金融緩和による短期金融市場の機能不全は問題視してきたが、資本市場の機能代替を行うこと

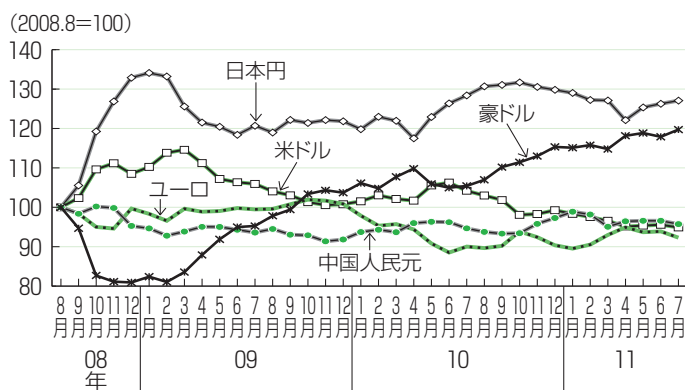
に対して躊躇しなかったのは非常に残念である。

(3) 根強い円高圧力

グローバル金融危機の発生以降、日本円はほぼ一貫して価値の上昇傾向が見られてきた（第4図）。過度の円高は国内景気に対して悪影響であり、円売り介入の実施を求める意見も浮上していたが、近年では先進主要国の国際金融当局では為替レートは市場が決定されるのが望ましいと考えられてきた。日本でも03年度に行われた大規模な市場介入（いわゆる「テ일러・溝口介入」：年度累計で約33兆円の円売り介入）を行ってから、10年9月まで市場介入は実施されなかった。なお、円高圧力は一貫して強く、東日本大震災直後の11年3月には76円25銭を、さらに同年8月には75円95銭まで円高が進むなど、戦後最高値の更新が見られた。

この数年の円高を考えると、表面的には、海外経済・金融面を不安視する向きが多く、消去法的に安全とされた日本円に

第4図 主要国の実質実効レート推移



資料 国際決済銀行(BIS)のデータより農林中金総合研究所作成
(注) 値が高いほど通貨価値が高いことを意味する。

対して資金逃避が続いているように見える。しかし、円高の真の原因は、①欧米と比べて不十分な金融緩和策、②日本のデフレ長期化、と見るべきであろう。わが国でも金融緩和措置をとってきたのはこれまで述べてきた通りだが、欧米諸国・地域の中央銀行では日銀の緩和策をはるかに上回る規模での緩和措置をとった。その結果、デイスインフレ状態となっていた欧米諸国の物価はデフレ突入が未然に防がれたほか、為替レートも通貨安方向に向かった。

相対的に慎重姿勢の金融緩和により、マネー供給量は相対的に減少し、日本円の希少性を高めている。また、デフレとはそもそも財・サービスに対する通貨価値の上昇である。このように円高とデフレ、金融政策は表裏一体であり、日銀の姿勢が円高とデフレの一因である面は否定できない^(注13)。もちろん、財政面でも円高圧力が発生している可能性は否定できない。グローバル金融危機や政権交代の影響もあり、09年あたりから日本では財政拡張的な財政運営が行われている。さらに東日本大震災への復興支援により、日本の財政赤字はこれまでの想定以上に膨張すると考えられている。これが為替レートに与える影響としては、「拡張的な財政政策は金利上昇につながるため、円高をもたらし、景気改善には役立たない」という変動為替相場制下におけるマンデル・フレミング効果が出ている可能性があるだろう。

つまり、円高は日本の実体経済面を必ずしも反映しているとは言いきれないが、デ

フレとそれを半ば容認してきた日銀の政策スタンスや放漫的な財政政策運営といった、日本の経済政策運営を反映したものである可能性は高い。

こうしたなか、介入効果を高めるためには、非不胎化介入が必要であるとの根強い意見もある。為替介入においては、円売り（円買い）の過程で、金融市場に円が放出（円が吸収）されることで金利水準が低下（上昇）する可能性があるが、政策金利を一定水準で誘導するためには介入資金と同額だけ市場から円資金を吸収（市場へ円資金を放出）する必要がある、これを不胎化介入と呼んでいる。これに対して、介入資金を吸収せずに市場に放置することで、介入の効果をより強める試みが非不胎化介入であると従来は考えられてきた。しかしながら、99年以降、それまで政府短期証券（09年2月以降は割引短期国庫債券（TB）と統合されて国庫短期証券として発行されている）を日銀に直接引き受けさせて調達してきた介入原資を原則市場から調達することとなったため、上述したようなロジックは成り立たなくなった^(注14)。介入資金を吸収しないだけでは非不胎化介入にはならないのである。「結果的に見て」非不胎化介入になるためには、資金供給の拡大を伴う格好での追加的な金融緩和措置が必要である、ということである。つまりは、不胎化介入を匂わせるといことは、追加緩和の可能性を示唆していることと同義となる。

(注13) 南（2004）では、購買力平価説が成立している可能性、つまり円ドルレートと日米物価比率には共和分の関係があることを検証した。こ

のことは、日本のデフレは円高をもたらすということを示唆している。

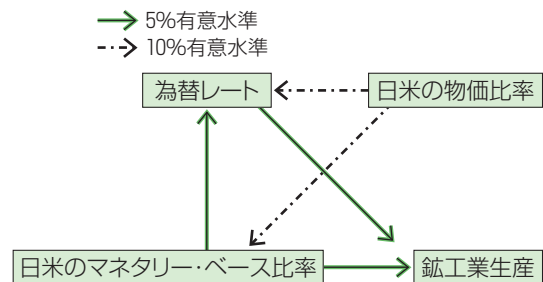
(注14) 介入に先立って介入資金を調達することは事実上不可能であるため、一時的に日銀が融通することになり、改めて市場から調達されるまでの間は非不胎化されているが、いずれ不胎化されることとなる。

(4) 円高・デフレと金融政策に関する検証

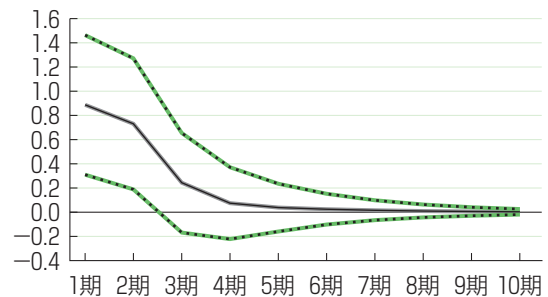
以下、実際にデフレ・円高と金融政策との間に関係があるかを検証することにする。具体的には、為替レート（円／ドルレート）、日米間の相対物価（企業間取引物価ベース）、日米のマネタリー・ベース比率、鋳工業生産の4変数によるVARモデルを構築して分析してみることにする。なお、推計期間は量的緩和政策解除後の06年4月から直近11年7月まで（64期間）とした。なお、VARモデル推計に先立って採用した経済時系列の単位根検定を行ったが、1階の階差をとれば定常時系列への変換は可能であることが判明した。また、VARモデルのラグ次数はSC（シュワルツ情報量基準）に基づき、1次を採用する。

このVARモデルの推計結果を用いてグレンジャー因果性検定（ラグ次数は2期）を行ったが、以下のように金融政策の違いや物価格差が為替レートに影響を与えていることが見て取れる（第5図）。なお、念のため、インパルス応答関数を確認したが、日本のマネタリー・ベースが米国よりも拡大すると、円安になる関係となっている（第6図）。つまりは、日本のデフレやFRBに比べて消極的な日銀の金融政策スタンス

第5図 円高・デフレを巡る因果性



第6図 日米マネタリー・ベース・ショックに対する為替レートの応答



(注) 推計した4変数VARの下で推定されたインパルス応答関数。点線は上下2標準誤差の幅の信頼区間。

は為替レートの円高進行に寄与していることが明らかである。

3 金融政策が抱える政策面の課題

未踏の領域に入って久しい日銀の金融政策であるが、包括緩和策解除の条件である物価の安定が展望できぬ以上、当面は非伝統的手法に依存した政策展開を続けていく必要がある。少なくとも、日銀にとって「出口」を意識するには相当程度の時間が必要である。以下では、こうした状況にある日銀が抱えている諸問題、具体的には国債とのつきあい方、マクロプルーデンス政策との関係、について触れてみたい。

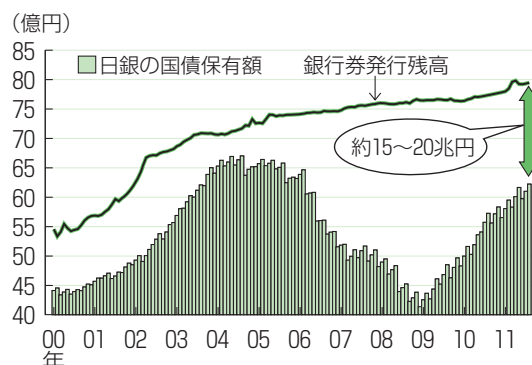
(1) 国債との付き合い方

1962年に導入された「新金融調節方式」以降、長らく日銀は国債買入オペを、経済成長に伴って新たに必要となる「成長通貨」の供給手段として実施してきた経緯があり、毎月2～4千億円程度の買切りを行ってきた。しかし、01年3月19日に決定された量的緩和政策の導入に際して、「日本銀行当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、月4千億円ペース（当時）で行っている長期国債の買入れを増額する」ことも同時に発表された。これにより従来の「成長通貨ルール」は放棄され、新たに銀行券ルール、すなわち日銀が保有できる長期国債残高は日銀券発行残高を上限とするという自主ルールが導入された。その後、実際に同年8月には毎月6千億円へと増額が決定された。これ以降、長期国債買入れオペは量的緩和政策を遂行するための一つの手段になり、量的緩和政策解除直前には毎月1兆2千億円まで漸次増額されていった（第7図）。

一方、解除時の金融政策決定会合において、買入れオペ額は当面減額しない方針が示された。ただし、保有する国債の残存期間が短く償還が少なくなかったことや過去の経済対策に伴って発行された国債が大量に償還される「2007年問題」の緩和のため、国債整理基金特別会計が行った国債市中発行額の平準化に向けた買入消却に日銀が応じたこともあり、日銀の国債保有残高は減少傾向を辿った。

なお、中央銀行である日銀が大量に国債

第7図 銀行券ルールと日銀の国債保有残高



資料 日本銀行資料から筆者作成

を保有することは、実質的なマネタイゼーション（財政赤字の貨幣化）であり、将来的なインフレ加速につながると懸念の声が根強い一方で、技術的な面から日銀は国債買入額をさらに増額するのが望ましいという意見も実際にあった。さらに日銀は日々の金融調節においてターム物オペを多用する傾向にあり、短期オペに対して非常に負担をかけた資金調整を行ってきたが、それがかえって短期金融市場の健全な発展を阻害したと指摘する意見もあった。^(注15) 日銀は、銀行券発行残高という満期無期限の負債に見合った資産を保有する必要があるが、量的緩和解除後は国債保有残高が徐々に減少していったこともあり、国債保有残高と銀行券発行残高との乖離が徐々に広がり、頻繁な短期オペで穴埋めされていた。こうした歪みを修正する手段として、より長めのオペの活用、つまりは中長期国債買入れオペを増額すべきという主張がある。

一方、今回のグローバル金融危機の中で、日銀を含む主要中央銀行では国債買入れなど非伝統的手法へ踏みこんでいる。特

に、10年11月に総額6千億ドルの国債購入プログラム（11年6月末で終了）を実施した米FRBでは、銀行券発行残高をはるかに上回る国債を保有している。^(注16)これは当然、非常時の危機対応の政策発動の結果である。そして、一部の地区連銀総裁らからも将来的なインフレ加速を懸念する意見もあるが、実際のところ、中央銀行がどれだけ国債を保有しようが、それはマネタイゼーションの一環としてやっているのではないとの決意表明と、それに対して市場からの信認を得る努力が必要不可欠だということであろう。

なお、10年10月に導入した包括緩和策において、日銀は従来の銀行券ルールとは別枠で、国債を購入することを決定している。あくまで、根拠の薄い銀行券ルールを再検討することは回避し、曖昧なままにしたが、将来的には銀行券発行残高を超えるような国債購入の可能性も残しているといえる。

(注15) 短期金融市場が一時的に機能不全に陥ったとしても、日本経済や雇用が崩壊することを回避できるのであれば、仕方がない面もあるだろう。

(注16) リーマン・ショック後に導入した国債など資産購入策に続く量的緩和策第2弾ということでQE2と呼ばれている。

(2) マクロブルーデンスと金融政策

今回の金融危機とそれに至る過程、さらにはそれへの対応を巡っては、マクロブルーデンスの必要性が改めて認識できたとする中央銀行や金融経済学者は少なくない。金融危機の原因であるサブプライム問題が表面化する直前まで、世界経済はグレー

ト・モデレーション（大いなる安定）と呼ばれるように、物価安定の下での適度な成長が続いた。その結果、金融政策は緩和状態が長期化し、信用やレバレッジの拡大など様々な面で不均衡が強まった、と指摘される。

これまで、中央銀行と資産価格との関係については、対立する2つの考え方があった。1つは、資産価格の上昇がバブルかどうかを判断するのは中央銀行にとっても至難の業であり、万一バブルが崩壊した場合には、市場に十分な流動性を供給し、危機発生を未然に抑え込もうとする『Fedビュー（もしくはclean up the mess strategy）』である。もう1つは、将来的な混乱を引き起こすバブル崩壊の原因となる資産価格の過剰の上昇はあらかじめ押さえ込んでおこうとする『BISビュー（もしくはleaning against the wind strategy）』である。Fedビューは、バブルは予見できないという前提の下、危機発生後の対応を重視したものであり、^(注17)後者はバブルそのものを発生させないとする事前の対応を重視している。今回のグローバル金融危機の発生とその後の先進国・地域の経済停滞を踏まえると、Fedビューには不備があったとの批判は強い。もちろん、BISビューにも弱点があるとされている。BISビューの下では、資産価格の上昇がバブルではない場合でも、实体经济に対して抑制的な金融政策が発動される可能性があり、そうなれば望ましい成長経路を下振れるパスをたどり、雇用など国民経済がその負担を負わされることになる。インフ

レファイターである独ブンデスバンクの流れをくむECBはBISビューを体現しているとされるが、ユーロ圏の失業率（特に若年齢層）は日米に比べればかなり高めに推移してきた。

グローバル金融危機の発生後、世界的にマクロプルーデンス的な発想をどのように金融政策に取り込むかが議論されてきたが、一方で日銀だけが金融システム安定化の責務を負っているわけではないのも事実である。「 n 個の目標には n 個の手段」という政策割当て論（ティンバーゲンの定理）を踏まえると、政策金利の調節を伝統的な手法とする金融政策に、物価と金融システムとともに安定させるという二つの目標を同時に求めるのは酷な場面もあるだろう。それゆえ、日銀は金融機関の監督官庁である金融庁などとの密接な連携が求められる。なお、小立（2011）によれば、最近の欧米におけるマクロプルーデンスへの取組みで概ね共通しているのは、マクロプルーデンスに責任を持つ組織を新たに設置し、システムミック・リスクを特定するという責務を新たな組織に課している点だとされる。こうしたマクロプルーデンス責任機関はミクロプルーデンスを担う規制・監督当局や金融政策を担う中央銀行の組織から独立し、マクロプルーデンス政策のガバナンスとアカウンタビリティの明確化が図られる方向にあるようである。

（注17）グリーンズパン前FRB議長が株価急落時にとった投資家救済のための利下げ措置は、オプション取引におけるブットに例えてグリーンズパン・ブットと呼ばれることがある。

4 日銀の政策運営上の問題点

量的緩和と政策解除後の日銀の金融政策を概観し、その評価をしてきた。日銀は、しぶといデフレに陥って久しいにもかかわらず、未然のインフレを警戒するあまり、前倒しで引締めを繰り返した挙句、デフレを長引かせた可能性があるといえるだろう。さらに、現在の日銀の政策運営上、いくつかの問題点があるのは言うまでもない。

（1）誰が政策委員になるべきか

まず、政策委員の人選である。マクロ経済や信用秩序維持のために実施される金融政策運営は、その筋の専門家が担うべきである。しかし、わが国では、新日銀法改正以降、経済学者・エコノミスト等の専門家やセントラル・バンカー（日銀内部からの昇格者）は半分程度で、それ以外は事業会社・金融機関の経営者で固定されており、そのほとんどは非専門家と思われる。審議委員には日銀内部からのスタッフが補佐役としてつくが、専門家でもない限り、彼らの思惑に左右されてしまう可能性は否定できないと思われる。

（2）政府との連携と中央銀行の独立性

次に、政府にも責任の一端はあるが、お互いの連携が不足している点である。日銀は政治からの介入を極度に嫌う傾向にあるが、実のところ金融政策の波及効果も含めて、経済政策運営の最終責任を負うのは首

相や経済閣僚をはじめとする与党政治家であり、日銀は政策判断や運営に失敗を犯したとしても、それを認めないばかりか、総裁ら執行部がその責任を負ったことはない。また、自ら定義する「物価の安定」を長年達成できない理由についても、まともに説明したこともない。日銀には新日銀法によって極めて高い独立性が付与されたが、同法第4条（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）の遵守がややあいまいとなっている。

一方、中央銀行に対しては無条件の独立性が付与されているわけではない、というのが経済学者の総意であろう。中央銀行に与えられた独立性とは、あくまでも目標を達成するための手段選択に関してのことであり、その目標そのものの設定権までは含まない、というのが一般的な理解である。自らも高名な経済学者でもあるB. バーンキ米FRB議長は、金融政策の目標は政府が決めるべきだとの考えを表明している（Bernanke (2010)）。こうした目標設定の仕組みは決して中央銀行の独立性を侵すものではなく、政治圧力とするのは誤認である。

なお、09年の政権交代以降、経済財政諮問会議が休眠状態となり、日銀総裁と政府幹部が顔を合わせる機会が激減している。月例経済報告関係閣僚会議を除けば、首相や経済閣僚と日銀総裁とが定期的に意見交換をしていた形跡すらなかった。9月に発足した野田新政権は、重要な政策課題につ

いて、経済閣僚、経済界、日銀総裁らが議論する場を作ろうとしているが、それが十分機能することを期待したい。

おわりに —日本経済の課題克服に向けて—

以上、日銀の政策運営に関する問題点をいくつか指摘した。最後に、日本経済が抱える課題克服と金融政策の役割について簡単に述べたい。

東日本大震災後の日本経済が直面している課題として、財政健全化、復興財源の確保、少子高齢化、雇用対策など列举に暇がないが、円高・デフレ対策は優先度の高い重要テーマである。東日本大震災に伴う様々な問題に加え、円高の定着によって、日本国内から生産拠点が移転するリスクを抱えている。日本は近隣アジア諸国と比べて法人税の実効税率がかなり高いが、更なる税負担はこうした動きをさらに「後押し」してしまう可能性もある。まさに政府・日銀が一体となった日本再興計画の断行が求められている。

野田新政権は財政再建に対する強い意欲を示しているが、この財政再建は増税だけで解決できる問題ではなく、景気底上げとデフレ脱却による税収増という発想も不可欠である。企業・家計といった民間部門に深く浸透してしまったデフレ予想を払拭することは、閉塞感打破の一つのきっかけになりうるはずだ。日本経済・財政の正常化に向けて動き始めるのは残り時間は少ない

と思われるが、「まずはデフレ克服」という優先順位を間違えてはいけない。

<参考文献>

- ・岩田一政（2010）『デフレとの闘い』，日本経済新聞出版社
- ・植田和男（2005）『ゼロ金利との闘い』，日本経済新聞出版社
- ・鶴飼博史（2006）「量的緩和政策の効果：実証研究のサーベイ」，『金融研究』第25巻
- ・翁邦雄（2011）『ポストマネタリズムの金融政策』，日本経済新聞出版社
- ・小立敬（2011）「マクロブルーデンス体制の構築に向けた取組み」，ディスカッションペーパーDP2011-1，金融庁金融研究センター
- ・日本銀行金融研究所（2011）『日本銀行の機能と業務』，有斐閣
- ・白川方明（2008）『現代の金融政策』，日本経済新聞出版社
- ・田中隆之（2008）『「失われた十五年」と金融政策』，日本経済新聞出版社
- ・東短リサーチ株式会社編（2009）『東京マネーマーケット第7版』，有斐閣
- ・中澤正彦・吉川浩史（2011）「デフレ下の金融政策：量的緩和政策の検証」，PRI Discussion series No. 11A-03，財務省財務総合研究所
- ・法専充男（2009）『デフレとインフレの経済学』，日本評論社

- ・原田泰・増島稔（2010）「金融の量的緩和はどの経路で経済を改善したのか」，内閣府経済社会総合研究所企画・監修，吉川洋編集『デフレ経済と金融政策』，慶應義塾大学出版会
- ・本多祐三・黒木祥弘・立花実（2010）「量的緩和政策ー2001年から2006年にかけての日本の経験に基づく実証分析ー」，『フィナンシャル・レビュー』第99巻，財務省財務総合研究所
- ・南武志（2004）「最近の為替レート変動について」，金融市場3月号
- ・南武志（2005）「デフレを取り巻く経済環境の変化」，農林金融11月号
- ・南武志（2006）「デフレ脱却後のわが国金融政策のあり方」，農林金融9月号
- ・南武志（2007）「量的緩和解除後の金融政策運営の再検討」，金融市場10月号
- ・南武志（2010）「非不胎化介入と日本銀行「包括緩和」策の位置づけ」，金融市場11月号
- ・宮尾龍蔵（2007）「量的緩和政策と時間軸効果」，国民経済雑誌2月号
- ・Ben S. Bernanke（2010）“Central Bank Independence, Transparency, and Accountability”，Speech at the Institute for Monetary and Economic Studies International Conference, Bank of Japan, Tokyo, Japan, The Board of the Governor of Federal Reserve System

（みなみ たけし）

