

# 低自然利子率下の金融政策に関する考察：日本経済の変遷を踏まえて

森田，京平

<https://hdl.handle.net/2324/1959070>

---

出版情報：Kyushu University, 2018, 博士（経済学），課程博士  
バージョン：  
権利関係：

2018年7月3日改定

低自然利子率下の金融政策に関する考察  
— 日本経済の変遷を踏まえて —

九州大学大学院経済学府 経済システム専攻

森田京平



## 目次

序章 課題と構成.....	1
第1節 課題と視角.....	1
第2節 先行研究の状況.....	5
2.1. 非伝統的金融政策に対する評価.....	5
2.2. 非伝統的金融政策の波及経路に関する中央銀行関係者の見方.....	7
2.3. 比較制度論に基づく日本経済史.....	10
2.4. 金融政策の副作用.....	12
2.5. 物価水準の財政理論 (FTPL) とヘリコプターマネー.....	15
2.6. 自然利子率が低迷する下での金融政策論.....	17
第3節 論文構成.....	20
第1章 日本経済の構造と金融政策との親和性.....	23
はじめに.....	23
第1節 貯蓄投資差額に見る非金融法人の変化.....	25
1.1. 貯蓄投資差額と資金過不足.....	25
1.2. 貯蓄余剰に転じた非金融法人.....	28
1.3. 雇用と金融で描く企業ガバナンスの変化.....	34
第2節 金融・雇用システムの歴史的変遷.....	39
2.1. 戦時体制下の金融・雇用システム (1) : 太平洋戦争以前.....	39
2.2. 戦時体制下の金融・雇用システム (2) : 太平洋戦争とその後.....	46
2.3. メインバンクを中心とする状態依存型ガバナンス.....	52
第3節 1980年代以降のバブルの生成と崩壊.....	55
3.1. 1980年代に始まった外部環境の変化: 金融自由化と円高.....	55
3.2. 金融自由化と銀行行動.....	62
3.3. バブルの崩壊と人口オーナスへの転換.....	64
3.4. バブル崩壊後の金融環境.....	67
3.5. バブル崩壊後の金融・財政政策.....	72
むすび.....	77
第2章 「量的・質的金融緩和」(QQE)の展開.....	79

はじめに.....	79
第1節 アベノミクスにおける「3本の矢」の補完関係.....	80
1.1. 「第1の矢」と「第2の矢」の補完関係：IS曲線への働きかけ.....	80
1.2. 「第1の矢」と「第3の矢」の補完関係：「実質金利<自然利子率」の実現.....	84
1.3. 「第2の矢」と「第3の矢」の補完関係：希薄な補完性.....	88
第2節 金融政策における手段と目標.....	88
2.1. 政策手段、操作目標、中間目標、最終目標.....	88
2.2. 金融政策の実践に見る物価の安定：日本銀行の場合.....	91
2.3. 金融政策の実践に見る物価の安定：海外中央銀行の場合.....	96
2.4. 2段階アプローチと誘導型アプローチ.....	98
2.5. 非伝統的金融政策の5つの類型.....	103
第3節 量的・質的金融緩和の操作目標：マネタリーベースを初採用.....	108
3.1. 日本銀行のみが採用したマネタリーベース・ターゲティング.....	108
3.2. 日本銀行当座預金の変動メカニズム.....	110
3.3. マネタリーベースの変動要因.....	115
第4節 量的・質的金融緩和の中間目標：「期待」の重要性.....	118
4.1. QQEの3つの波及経路.....	118
4.2. 第1の波及経路：資産価格効果.....	119
4.3. 第2の波及経路：ポートフォリオ・リバランス効果.....	123
4.4. 第3の波及経路：期待転換効果.....	127
4.5. 金融政策決定会合の運営とコミュニケーション.....	135
第5節 量的・質的金融緩和の最終目標：「物価安定の目標」の実現.....	137
5.1. 中央銀行による物価指数の選択.....	137
5.2. CPIと需給ギャップの相関.....	140
5.3. 「物価安定の目標」への道のり.....	142
5.4. 「量」から「金利」への回帰.....	144
むすび.....	147
第3章 「量的・質的金融緩和」(QQE)の出口戦略とリスク.....	149
はじめに.....	149
第1節 出口戦略の選択肢.....	150

1.1.	コミットメントと動学的非整合性.....	150
1.2.	出口戦略の5つの選択肢.....	153
1.3.	現実的な出口戦略.....	165
第2節	日本銀行の財務の健全性と損失の認識方法.....	165
2.1.	付利の引き上げによる利払い負担のシミュレーション.....	165
2.2.	日本銀行の有価証券評価方法.....	167
2.3.	日本銀行保有国債の評価損益のシミュレーション.....	168
2.4.	日本銀行の自己資本と会計規程第18条.....	171
2.5.	損失の認識方法：繰延資産の計上と自己資本の毀損.....	174
2.6.	損失補償規定を巡る新日本銀行法と旧日本銀行法の差異.....	177
第3節	金融政策と国債管理政策の溶融.....	180
3.1.	QQEの前提としての財政健全化.....	180
3.2.	プライマリー・バランスと債務残高の関係.....	180
3.3.	財政健全化目標.....	184
3.4.	中央銀行のLLR機能とMMLR機能.....	187
3.5.	日本銀行法と財政従属のリスク.....	194
3.6.	「マネタリストの不愉快な算術」と財政従属.....	196
	むすび.....	198
第4章	低自然利子率下の金融政策.....	203
	はじめに.....	203
第1節	金融政策と財政政策：論点は「独立」から「協調」へ.....	205
1.1.	政策選好に見る近視眼.....	205
1.2.	財政政策に軸足を移す政策論(1)：IS・LMモデル.....	209
1.3.	財政政策に軸足を移す政策論(2)：物価水準の財政理論(FTPL).....	211
1.4.	財政政策に軸足を移す政策論(3)：ヘリコプターマネー.....	219
第2節	「協調」の現実性と必要性.....	222
2.1.	統合政府の利点とコスト.....	222
2.2.	統合政府の現実性.....	227
2.3.	永久国債の現実性.....	228
2.4.	統合政府を前提とする政策の必要性.....	230

## 目次

第3節 自然利子率の低下と金融政策の対応	232
3.1. 強まる供給制約	232
3.2. 技術論から制度・構造論へ	237
3.3. 流動性のわなへの対応 (1)：裁量的な金融政策の放棄	239
3.4. 流動性のわなへの対応 (2)：銀行券の廃止	242
3.5. 流動性のわなへの対応 (3)：銀行券への付利	250
3.6. 低自然利子率下の金融政策の一形態：2段階アプローチによる整理	259
3.7. 通貨間競争とハイエクの「貨幣の脱国営化論」	261
むすび	266
補論：閉鎖経済型 IS・LM モデルにおける経済政策の乗数	268
終章	271
参考文献	275

## 図表目次

表 1-1 金融・雇用システムに影響した法令・制度 (1)：太平洋戦争以前	50
表 1-2 金融・雇用システムに影響した法令・制度 (2)：太平洋戦争以後	51
表 2-1 日本銀行の金融政策における「物価の安定」の扱い	92
表 2-2 海外主要中央銀行の金融政策における「物価の安定」の扱い	97
表 2-3 公的年金の基本ポートフォリオと運用資産残高	127
表 2-4 予想インフレ率の主要サーベイ	130
表 2-5 日本の主な物価指数	138
表 2-6 中央銀行が政策運営において重視する物価指数	139
表 3-1 QQE からの 5 つの出口策	154
表 3-2 日本銀行の利払い額 (シミュレーション)	157
表 3-3 日本銀行の有価証券評価方法	167
表 3-4 預金取り付け (Bank Run) と市場取り付け (Market Run)	191
表 4-1 日本の発券制度の沿革	247
表 4-2 現金にマイナス金利を課す方法 (課税型、分化型、その他)	254

## 目次

表 4-3	2段階アプローチによる整理.....	260
図 序-1	非伝統的金融政策の波及経路（日本銀行）.....	8
図 序-2	非伝統的金融政策の波及経路（FRS）.....	9
図 序-3	非伝統的金融政策の波及経路（ECB）.....	10
図 1-1	バランスシートに見る貯蓄投資差額と資金過不足の恒等関係.....	26
図 1-2	制度部門別に見る貯蓄投資差額.....	28
図 1-3	非金融法人の資金過不足.....	30
図 1-4	非金融法人の貯蓄投資差額.....	31
図 1-5	制度部門別に見る貯蓄投資差額（米国）.....	32
図 1-6	制度部門別に見る貯蓄投資差額（ユーロ圏）.....	33
図 1-7	営業利益と人件費の相関.....	35
図 1-8	投資部門別に見る株式保有者の構成.....	36
図 1-9	担保別に見る国内銀行貸付残高の構成.....	37
図 1-10	物価の長期的推移.....	40
図 1-11	普通銀行の数.....	42
図 1-12	株式市場の長期的推移.....	45
図 1-13	配当性向の長期的推移.....	45
図 1-14	労働組合の長期的推移.....	49
図 1-15	日本型経済システムに見る制度的補完性.....	53
図 1-16	都市部への純転入者数とルイスの転換点.....	55
図 1-17	日本円の対米ドルレート.....	59
図 1-18	日本銀行券発行開始以降の政策金利とマネタリーベース.....	60
図 1-19	資産価格と銀行貸出残高.....	61
図 1-20	銀行を取り巻く5つのモニタリング経路.....	63
図 1-21	資産価格と人口動態.....	66
図 1-22	生産年齢人口比率の国際比較.....	66
図 1-23	一般政府の貯蓄投資差額.....	73
図 1-24	国内銀行の預貸率.....	75
図 2-1	金利が非負制約に直面していないときのIS-LMモデル.....	81



## 目次

図 2-2	金利が非負制約に直面しているとき（流動性のわな）の IS-LM モデル	82
図 2-3	内閣別に見た GDP と主要需要項目	83
図 2-4	日・米に見る実質金利と自然利子率の関係	87
図 2-5	日・米に見る M2 と名目 GDP の相関	101
図 2-6	主要中央銀行の政策金利	102
図 2-7	主要中央銀行のバランスシート規模（総資産）	110
図 2-8	日本銀行のバランスシート	111
図 2-9	円売り・ドル買い介入の仕組み	113
図 2-10	歴代財務官と為替介入	114
図 2-11	日本銀行による長期国債の買入れと保有国債の償還	115
図 2-12	マネタリーベースの変動	117
図 2-13	国債利回りと長短スプレッド	120
図 2-14	内閣別に見た株価と配当	123
図 2-15	国内銀行の資産	125
図 2-16	生命保険の保有有価証券	125
図 2-17	GPIF の基本ポートフォリオと実績ポートフォリオ	126
図 2-18	家計、企業、市場の予想インフレ率	131
図 2-19	アベノミクス前後のフィリップス曲線	134
図 2-20	日・米・ユーロ圏のフィリップス曲線	134
図 2-21	需給ギャップと短観加重平均 DI	141
図 2-22	需給ギャップと物価指数の相関	142
図 2-23	CPI の需給ギャップへの回帰	143
図 2-24	マイナス金利導入後の日銀当座預金残高	145
図 2-25	マイナス金利適用残高（政策金利残高）の保有者構成	146
図 3-1	主要国・地域のコア CPI	150
図 3-2	日本銀行の自己資本	158
図 3-3	無担保コールレートとコリドー	159
図 3-4	コール市場（有担保および無担保）における出し手と取り手	160
図 3-5	超過準備の付利と残高の組み合わせ	166
図 3-6	日本銀行保有長期国債のデュレーション	170

## 目次

図 3-7	日本銀行保有長期国債の評価損益（シミュレーション）	171
図 3-8	日本銀行の自己資本比率	175
図 3-9	英国の資産買取ファシリティ（APF）の概略	179
図 3-10	名目金利と名目 GDP 成長率の関係	183
図 3-11	国・地方のプライマリー・バランス（実績と政府見通し）	187
図 3-12	金融政策と金融システム政策（プルーデンス政策）	192
図 3-13	LLR 機能と MMLR 機能のマトリクス	194
図 3-14	一般政府の債務残高	198
図 4-1	日本の潜在成長率	203
図 4-2	高齢者比率に比例する 1 票の価値（衆議院、参議院）	207
図 4-3	一般政府の歳入構造	208
図 4-4	統合政府のバランスシート	224
図 4-5	統合政府の金融資産	225
図 4-6	統合政府の負債	226
図 4-7	アベノミクス前後の賃金版フィリップス曲線	231
図 4-8	日本の実質 GDP 成長率	234
図 4-9	日本の年齢別人口分布（2016 年時点）	235
図 4-10	日本の将来推計人口	236
図 4-11	年齢別に見た日本の女性労働参加率	237
図 4-12	日本銀行券発行残高	245
図 4-13	貨幣流通高	246
図 4-14	現金通貨の流通高（国際比較）	249
図 4-15	アイスラーの政策提言	256
図 4-16	「分化型」による現金へのマイナス付利から通貨間競争への発展	263

## 目次

## 序章 課題と構成

### 第1節 課題と視角

本論文は、日本経済が伝統的金融政策との親和性<sup>1</sup>を有していた背景を探るところから始め、伝統的金融政策から非伝統的金融政策への移行過程、非伝統的金融政策の作動メカニズム、非伝統的金融政策に内包されるリスクを明らかにし、その上で、自然利子率が構造的に低迷する環境下での金融政策の課題を示す。このようなプロセスを経て、流動性のわなが常態化した下での金融政策論の構築に一定の貢献をすることを目的とする。

1980～90年代において、主要先進国・地域の中央銀行、すなわち日本銀行、米国連邦準備制度（FRS：Federal Reserve System）<sup>2</sup>、欧州中央銀行（ECB：European Central Bank）、イングランド銀行（BoE：Bank of England）は短期の政策金利を誘導することで、最終目標である物価の安定を図った。このような金融政策はしばしば「伝統的金融政策」と呼ばれる。ところが伝統的金融政策は、その名に反して、長くは伝統的ではいられなかった。1990年代末の日本を皮切りに、短期金利が非負制約に直面したことで、政策金利を引き下げる余地がなくなってしまったからである。

そこで中央銀行は短期金利の操作に代替する金融政策を模索することとなった。そのような政策は今日、「非伝統的金融政策」との総称で呼ばれる。政策の具体的な枠組みや導入時期に差はあれども、2000年代以降、日本銀行、FRS、ECB、BoEなど主要中央銀行は全て非伝統的金融政策に踏み込んだ。

その最たる例が日本銀行の金融政策である。1999年2月12日に「ゼロ金利政策」（ZIRP：zero interest rate policy）を採用していた日本銀行は、同年4月13日、ゼロ金利政策に

---

<sup>1</sup> 本論文において金融政策と経済の親和性に言及する場合、親和性がある（ない）は、金融政策の操作目標を実現できる余地が経済に十分ある（ない）状態を指す。操作目標については、定義も含めて第2章第2節で論じる。なお、仮に操作目標を実現する余地が経済にある場合でも、金融政策が所期の効果をもたらすとは限らない。そのため、「親和性」にかわって「実効性」という表記を用いることは適切ではない。

<sup>2</sup> 本論文では、米国の中央銀行をFRSとする。FRSはワシントンDCにある連邦準備制度理事会（FRB：Federal Reserve Board）と、全米各地にある12の連邦準備銀行（Federal Reserve Banks）によって構成される。また金融政策を策定する主体である連邦公開市場委員会（FOMC：Federal Open Market Committee）はFRSの構成要素である。Federal Reserve Board（2016）は“The Federal Reserve System is the central bank of the United States.”とし、FRSが米国の中央銀行であると明記している。Federal Reserve Board（2016），p.1参照。田中（2014）も「アメリカの中央銀行は、FRS、FRB、各地区連銀、FOMCのどれなのだろうか。中央銀行業務全体を包括するFRSがこれに当たると考えるのが妥当だろう」と述べている。田中（2014）、5頁参照。

## 序章

「時間軸政策」(forward guidance)を付加する形で、主要中央銀行の中でも逸早く非伝統的金融政策に踏み込んだ。2013年3月に新たに黒田東彦総裁を迎えた日本銀行は、翌4月4日に「量的・質的金融緩和」(QQE: quantitative and qualitative monetary easing)を導入した。その緩和規模は事前の市場予想を大幅に上回るものであり、日本銀行の金融政策が一変したことを国内外に印象付けた。またQQEの導入に当たって、日本銀行は総合CPI前年比2%と定義される「物価安定の目標」を「2年程度の期間を念頭に置いてできるだけ早期」<sup>3</sup>に実現させるとし、経済主体の物価観に強く働きかけるカレンダー・ベース(calendar-based)のコミュニケーションも始めた。しかし、QQE導入から5年が経過した2018年5月においても、総合CPI前年比2%(消費税を除く)は実現していない。

さらに問題は、非伝統的金融政策の効果の弱さや予見性の低さにとどまらない。緩和の長期化に伴って中央銀行のバランスシートが膨れ上がる中、副作用への警戒も怠ることはできなくなっている。大規模金融緩和の副作用に対する警鐘は通常、中央銀行の財務の健全性(financial soundness)と政府の財政の健全性(fiscal soundness)という2つの健全性の概念に基づいて発せられる。これら2つの健全性が失われるとき、大規模金融緩和の副作用は①中央銀行のソルベンシー(最終支払い能力)の低下、②金融政策と国債管理政策の可分性の喪失という経路で具体化する。

このうち①は、中央銀行の赤字決算ひいては自己資本の毀損を通じて、国民負担による損失補償問題に発展する可能性がある。このような事態については、中央銀行は発券銀行であるがゆえに、ファイナリティ(支払完了性)<sup>4</sup>のあるマネタリーベースを発行することで、自らの支払い義務を常に履行できる、したがって中央銀行のソルベンシーを心配する必要はない、との見方もある<sup>5</sup>。しかし、第3章で詳述するように、大規模緩和の副作用は出口(金利の引き上げ期)<sup>6</sup>ないしは正常化(量的緩和から金利引き上げへの移行期)の局面で表面化する傾向が強い。したがって、マネタリーベースを増発すればよいという見

---

<sup>3</sup> 英語では“at the earliest possible time, with a time horizon of about two years”と表記される。日本銀行<[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2013/k130404a.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130404a.pdf)>(参照日:2018年1月6日)を参照。

<sup>4</sup> 国際決済銀行(BIS: Bank for International Settlements)は、債務の決済が「取消不可能かつ無条件」(irrevocable and unconditional)となる性質を“final settlement”(ファイナリティ、支払完了性)と呼んでいる。BIS<<http://www.bis.org/cpmi/publ/d00b.htm?&selection=30&scope=CPMI&c=a&base=term>>(Accessed on January 6, 2018)を参照。

<sup>5</sup> 中央銀行のソルベンシーや自己資本は無意味であるとする見方は、2013年3月から2018年3月まで日本銀行副総裁を務めた岩田規久男も学習院大学教授であったときに支持している。岩田(2000)、91頁参照。

<sup>6</sup> 本論文では以下、ゼロ金利から離脱(liftoff)した後、金利が介在する形で実体経済と金融が結びつく局面を、非伝統的金融政策からの出口(exit)と定義する。

## 序章

解は、そもそも出口という金融政策の局面と矛盾する。つまりマネタリーベースを理念として中央銀行の支払い能力の一部と認識するとしても、その増発の可否は金融政策の局面に依存する。この意味で、マネタリーベースを自己資本と完全に代替可能なソルベンシーと認めることは難しく、中央銀行のソルベンシー問題はやはり課題として残る。

また②の下では、中央銀行は政府の資金調達（財政ファイナンス）にコミットすることが求められる一方、本来、金融政策の最終目標とされる物価の安定に対して責任を負うことができなくなる。それが具体化した歴史的事例が行き過ぎたインフレである。インフレが事実上の増税（インフレ税）であることを踏まえると、結局これも①と同様、国民負担の問題に帰する。

大規模緩和の副作用は、緩和期ではなく、金利の引き上げが始まる出口ないし正常化局面で表面化しやすい。したがって、緩和が進行している間は、副作用への配慮が軽視されがちであり、将来の副作用の芽を事前に摘み取る機会は見過ごされやすい。大規模緩和を今なお続ける日本銀行も、このような副作用の警鐘から逃れることはできない。

金融政策については、その実効性を左右する要素として長期的な経済成長率も無視できない。2012年12月に発足した第2次安倍晋三内閣（当時）は、2013年6月に「（今後10年間の平均で）名目GDP成長率3%、実質GDP成長率2%」という成長目標を閣議決定した。ところが同内閣の発足後、約5年間における平均的なGDP成長率は実質1%強、名目2%程度にある。物価安定の目標（CPI前年比2%）と同様、成長率目標も実現のハードルは今なお高い。内閣府つまり政府自らも、日本経済の潜在成長率を年率+1.0%（2018年5月時点の推計）と低く見積もっている。しかも、この潜在成長率はアベノミクス<sup>7</sup>の下でほとんど変わっていない。これは、日本経済の成長率の低さが短期的な景気対策のみで解決されるものではないことを物語る。高齢化に伴う退職者の増加や少子化に伴う新規労働参加者の減少など、今後の人口動態も踏まえると、潜在成長率の低さは容易には解決されないと見ておく方が自然であろう。

このことは中央銀行に新たな難題を突き付ける。潜在成長率は一定の条件の下で、自然利子率と近似的に等しくなる<sup>8</sup>。したがって、潜在成長率が今後も低位にとどまるとすれば、自然利子率も低迷し、流動性のわなが常態化する可能性が浮上する。これは、金融政

---

<sup>7</sup> 2012年12月に発足した第2次安倍内閣以降、安倍首相がイニシアチブをとって進めた経済政策パッケージの総称。「第1の矢」（大胆な金融政策）、「第2の矢」（機動的な財政政策）、「第3の矢」（民間投資を喚起する成長戦略）からなる。

<sup>8</sup> 自然利子率と潜在成長率が近似的に等しくなる条件については第2章注14で言及する。

策によって実質金利を自然利子率以下に抑えることが難しくなる、ということと同義である。つまり、非伝統的金融政策からの出口の過程を首尾よく終えたとしても、中央銀行が金融政策を通じて実体経済に働きかける力は構造的に弱い状態が続く可能性が高い。別の言い方をすれば、非伝統的金融政策からの出口を終えたとしても、かつての伝統的金融政策への回帰が待っているわけではない。ところが、自然利子率の低迷すなわち流動性のわなが常態化した環境における金融政策論の体系化は未だ途上にある。

以上を踏まえ、本論文では日本を主たる対象として、4つの課題を取り上げる。

第1に、伝統的金融政策から非伝統的金融政策への移行過程を解明する。そこでは①なぜ非金融法人は1990年代末に貯蓄余剰主体に転化したのか、②なぜ非金融法人は第2次世界大戦後、1990年代後半に至る長きにわたって、一貫して貯蓄不足主体(資金の取り手)でいられたのか、③人口動態はどのようにかかわっていたのか、などを主たる分析視点とする。低成長下で非金融法人が貯蓄余剰主体に転じた背景が構造的なものであれば、非伝統的金融政策からの出口を終えた後の金融政策が、かつての伝統的金融政策に回帰するわけではないことが示される。

第2の課題は、非伝統的金融政策に期待される効果、およびその効果を評価するためのフレームワークを示すことである。金融政策は、政府による財政政策のような権力(行政権)の行使ではない。公開市場操作に代表される市場取引を通じて、金融政策は実行される。しかもその効果は、市場や実体経済における多様な取引を経て現れる。そのため、政策の意図した効果がいつ、どのように現れるかを事前に見極めることは難しい。そこで政策手段、操作目標、中間目標、最終目標に基づく2段階アプローチを主たる視点として、非伝統的金融政策の評価を試みる。

第3の課題は、非伝統的金融政策が内包するリスクの解明である。非伝統的金融政策はあくまで総称であり、具体的な手段は中央銀行間で異なる。しかし、程度の差こそあれ、中央銀行のバランスシートの膨張という点は共通する。このことを中央銀行の負債側から見ると、有利子負債となった中央銀行当座預金の膨張という形をとる。これは将来の利払い負担の増加を経て、中央銀行の財務の健全性(financial soundness)を脅かす。同時に、国債保有残高の急増という形で中央銀行のバランスシート(資産側)と政府のバランスシート(負債側)がより太いつながりを持つことになる。このとき政府の財政の健全性(fiscal soundness)が確立されていないと、金融政策と国債管理政策との可分性の喪失が具体性を帯びる。このような問題意識を踏まえて、第3の課題においては①中央銀行の財務の健

全性、②政府の財政の健全性を中心的な視角とする。

第4の課題は、自然利子率が低迷する環境下での金融政策のあり方を描くことである。そこでは①財政政策との関連から見た金融政策のあり方、②流動性のわなが常態化した中での金融政策のあり方、という2点が主要な視角となる。

自然利子率が構造的に低迷する下での金融政策論の体系化については、議論は今なお発展の途上にある。本論文は上記の4つの課題に取り組むことで、自然利子率が低迷する場合でも、それが強い制約とならない金融政策の一形態を示す。それによって、低自然利子率下の金融政策論の構築に一定の貢献をすることを目指す。

## 第2節 先行研究の状況

### 2.1. 非伝統的金融政策に対する評価

伝統的金融政策から非伝統的金融政策への移行過程、あるいは非伝統的金融政策の課題については、研究者や中央銀行関係者などによる多くの研究が蓄積されている。春井(2013)は、中央銀行の歴史的な分析を踏まえて、日本銀行が2010年10月に導入した「包括的な金融緩和」までを活写している。また、伊豆(2016)は、2008年のいわゆるリーマンショック後を対象に、米国、ユーロ圏、日本の金融政策を描写している。しかし、いずれも非伝統的金融政策の効果や副作用、あるいは成長率が構造的に下がった場合の金融政策論の体系化には踏み込んでいない。

非伝統的金融政策の効果や副作用への評価に踏み込んでいる研究として、翁(2011、2013a、2013b、2014、2015、2017)が挙げられる。これら一連の著書を通じて、翁は伝統的金融政策から非伝統的金融政策への移行過程、非伝統的金融政策の行く末、自然利子率がマイナスとなった場合の金融政策などを描いている。その視角は「金融政策は万能ではない」<sup>9</sup>というものであり、非伝統的金融政策の功罪を見極めながら、その副作用にも論及する。翁(2011)は、デフレからの脱却を金融政策上の目的とし、しかしながら中央銀行単独でのデフレ脱却が難しい場合、3つのオプションがあると述べる。すなわち「①引き続き、中央銀行単独でデフレ脱却へ立ち向かうことを求める、②中央銀行のデフレ脱却に対し、政府が支援する、③政府が前面に出てデフレ脱却を目指し、中央銀行の協力を要

---

<sup>9</sup> 翁(2013b)、15頁。



請する」<sup>10</sup>である。その後の2013年4月、黒田総裁の下、日本銀行は量的・質的金融緩和に踏み込んだ。それについて翁（2015）は「量的・質的金融緩和はアベノミクスの一環とされながら独立性をもつ中央銀行である日銀の自主的判断としてなされ、政財界に大歓迎された。この間、この政策の財政政策的側面や、民主主義社会における中央銀行の独立性の前提について目を向けられることはほとんどなかった」<sup>11</sup>とし、アベノミクスは上記の3つのオプションのうち、第1のオプションを選んだとする。さらに翁（2017）は「2016年に入ってからは、第2のオプション（非伝統的金融政策）への失望が強まり、第3のオプション（財政政策）への社会的関心が非常に高まった」<sup>12</sup>とした上で、「黒田総裁は、インフレ目標達成は日銀の責任、財政再建は政府の責任という形式的な議論で押し通し、財政規律への影響を無視して非伝統的金融政策をすすめ、結果的に財政規律を大きく破壊している」<sup>13</sup>と述べる。

これに対して、日本銀行の非伝統的金融政策の有効性を支持する論者もいる。片岡（2014）は、金融政策で物価をコントロールできないという議論は理論的、実証的に根拠がないとし、「中央銀行が直接管理できるマネタリーベースを増減することで物価を安定的にコントロールすることができる」<sup>14</sup>と、量（マネタリーベース）の意義を強調する。

また原田・増島（2009）は、日本銀行がその歴史上、初めて量的緩和を採用した2001年3月から2006年2月を対象としたベクトル自己回帰（VAR：vector autoregression）モデルの推計を通じて、「第1に、マネタリーベースの増加は生産を増加させる効果がある。第2に、その経路としては、資産価格を通じる経路、銀行のバランスシートを通じる経路が重要（中略）。第3に、量的緩和は長期的には金利を引き上げる効果があり、時間軸効果、とくにシグナル効果の存在には疑いが持たれる。第4に、量的緩和政策が行われていた時期と同様、伝統的な金融政策が行われていた期間においても、マネタリーベースは生産に影響を与えていた」<sup>15</sup>と主張する。つまり、伝統的であれ非伝統的であれ、マネタリーベースの増加は生産を増やす効果があると原田・増島は述べる。

安達（2014）も「金融政策のレジーム転換を実証的に分析すると、アベノミクス登場後の2013年7～9月期以降、レジーム転換が進行中であることが示される。したがって、経

---

<sup>10</sup> 翁（2011）、262-263頁。

<sup>11</sup> 翁（2015）、xii頁。引用文中の傍点は筆者。

<sup>12</sup> 翁（2017）、249頁。

<sup>13</sup> 同上、250頁。

<sup>14</sup> 片岡（2014）、24頁。

<sup>15</sup> 原田・増島（2009）、233頁。

済が新たな局面に転換し、日本はデフレから脱却し、経済が回復することが明らかであると考える」<sup>16</sup>と、日本銀行の政策を支持する。

## 2.2. 非伝統的金融政策の波及経路に関する中央銀行関係者の見方

では、非伝統的金融政策を実際に担うこととなった中央銀行関係者は、政策の波及経路をどのように見ていたであろうか。興味深いことに、主要中央銀行の間でも考え方に差異が見られる。

まず日本銀行の量的・質的金融緩和の導入（2013年4月）を同行副総裁（当時）として牽引した岩田（2013）は、コミットメントとマネタリーベースの増加の重要性を強調する。その上で、予想形成の転換が実質金利の低下あるいは資産価格の上昇を通じて实体经济を刺激し、2%インフレが実現する経路を示した（図 序-1）。日本銀行が予想形成の転換を重視していることが窺える。

日本銀行とは対照的に、FRS は非伝統的金融政策の波及経路は伝統的金融政策とは変わらないと見ている。Federal Reserve Board (2016) は、フォワード・ガイダンスと大規模資産買入れ (LSAP: large-scale asset purchases) を非伝統的金融政策と位置付けた上で、LSAP について “affect the economy through the same channels as traditional monetary policy”<sup>17</sup>（伝統的金融政策と同じ波及経路によって経済に影響をもたらす（筆者邦訳））としている。つまり、LSAP という量的あるいは質的な金融緩和の波及経路は伝統的な金融政策と変わらないと見ている。では伝統的な金融政策の波及経路とはどのようなものだろうか。Kuttner and Mosser (2002) は、狭義の与信経路、広義の与信経路、資産経路、金利経路、為替レート経路、マネタリスト経路という 6 つの波及経路を示した（図 序-2）。その波及経路において、インフレ予想が外生的に与えられていることは注目に値する。

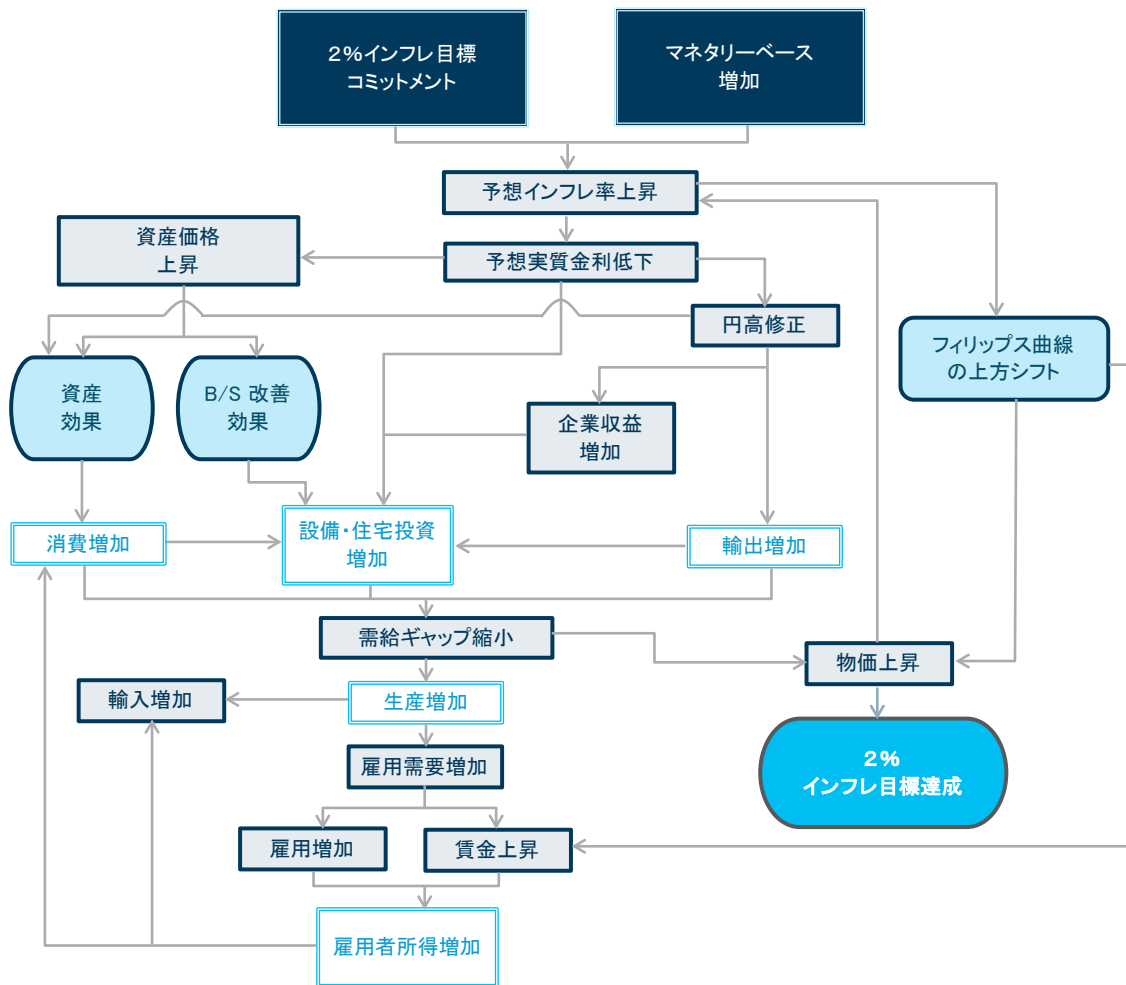
その上で、Federal Reserve Board (2016) が LSAP の波及経路を伝統的金融政策と同じと見ていることを踏まえると、LSAP においても、図 序-2 と同様の波及経路が意識されていると考えられる。その場合、FRS と日本銀行との大きな違いとして、日本銀行が非伝統的金融政策の波及経路（前出図 序-1）においてインフレ予想を直接的に引き上げる対象と位置付けているのに対して、FRS はインフレ予想の外生性の高さを意識していることが挙げられる。

---

<sup>16</sup> 安達（2014）、58 頁。

<sup>17</sup> Federal Reserve Board (2016), p.21.

図 序-1 非伝統的金融政策の波及経路（日本銀行）



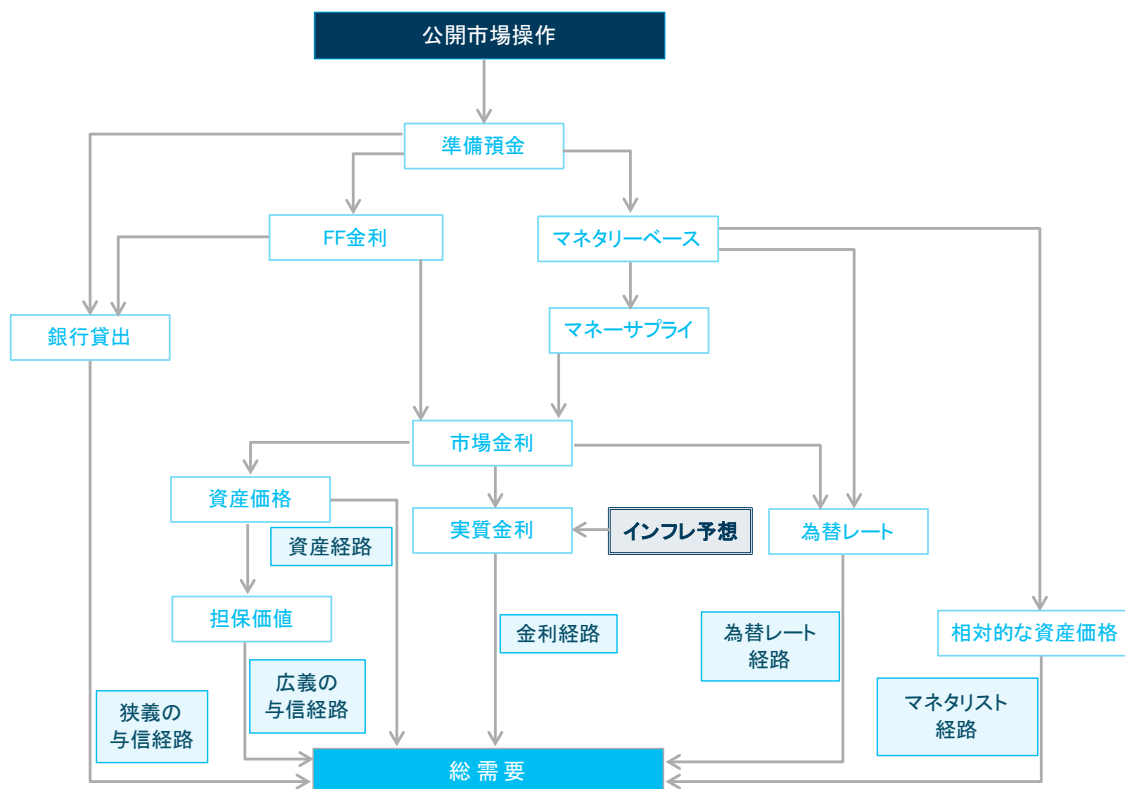
(出所) 岩田 (2013) より作成。

ECB スタッフによる論文である Beyer, Nicoletti, Papadopoulou, Papsdorf, Rünstler, Schwarz, Sousa and Vergote (2017) は、伝統的金融政策と非伝統的金融政策を区分した上で、それぞれの波及経路をまとめている (図 序-3)。それによると伝統的金融政策、非伝統的金融政策いずれも短期市場金利と期待に直接働きかける経路を認めているが、それに加えて、非伝統的金融政策は金融機関の財務 (自己資本、資金調達コスト、与信基準、預金・貸出金利) にも直接的な影響を持つと整理されている。銀行財務に対する波及経路が意識されている背景として、ECB が-0.4% (2018年5月時点) とマイナス幅の大きい預金ファシリティ金利<sup>18</sup>を導入していることが挙げられよう。

<sup>18</sup> 預金ファシリティについては第3章第1節を参照。

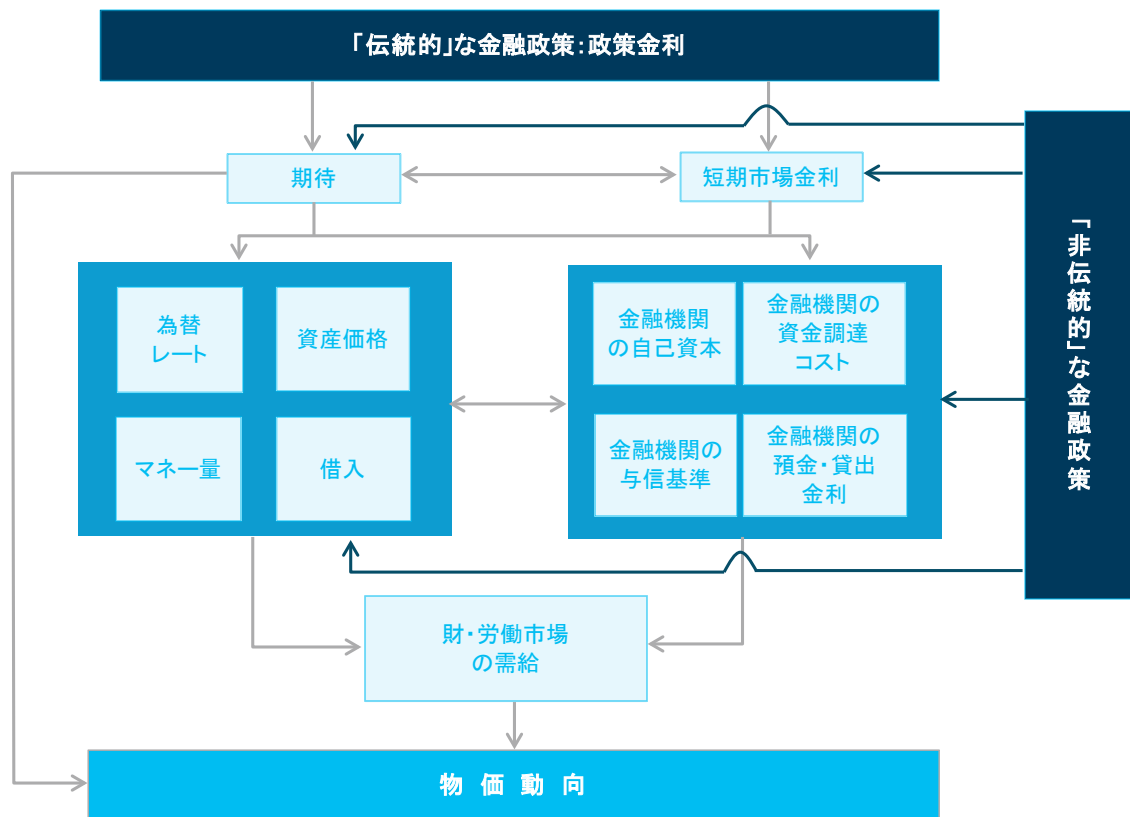
このように主要中央銀行の間でも、非伝統的金融政策の波及経路に対する見方は必ずしも一致していない。このこと自体が、非伝統的金融政策の現状を端的に映し出しており、同時に、非伝統的金融政策がしばしば海因なき航海と形容されるゆえんでもある。

図 序-2 非伝統的金融政策の波及経路 (FRS)



(出所) Kuttner and Mosser (2002), p.16 より作成。

図 序-3 非伝統的金融政策の波及経路 (ECB)



(出所) Beyer, Nicoletti, Papadopoulou, Papsdorf, Rünstler, Schwarz, Sousa and Vergote (2017), p.14 より作成。

### 2.3. 比較制度論に基づく日本経済史

先に述べたように、日本銀行の金融政策の実効性については賛否が分かれている。その背景として、現在の日本経済が抱える諸課題（低成長、低インフレなど）が金融政策でどこまで治癒できるものなのかを巡る見解の差異を挙げることができる。この点を踏まえると、なぜ過去の日本経済はいわゆる伝統的金融政策との親和性が高かったのかを振り返り、その高い親和性の背景にあった経済構造や制度が、どのような力学によって変わったのかを見極めることが研究論点として浮上する。仮にそのような経済構造・制度の変化が不可逆性の高いものであれば、低成長、低インフレなど日本経済の諸課題は金融政策のみで治癒しうるものではないということになる。その場合、金融緩和策に対する過剰な期待を持つことにはむしろ慎重でなくてはならないと同時に、金融緩和の潜在的な副作用に対する警戒を強める必要も出てくる。

金融システムに焦点を当てながら、明治時代まで遡って日本経済の変遷を「制度」の観

点から描いた研究として、Hoshi and Kashyap (2001) が挙げられる。星とカシャップは、分析対象を各種法令や制度にまで掘り下げることで、銀行を中心とする間接金融システムで特徴づけられる日本の戦後の金融システムが、人為的に作られたものであることを明らかにする。日中戦争が始まる 1930 年代後半以前の金融体制を分析する過程では、「この時代を理解することは、日本の金融システムについてのいくつかの神話を拭い去るうえで重要である。もっとも特筆すべきは、日本人がもともと資本市場中心の金融に向いていないという事実はないということ、戦前の歴史が示していることである」<sup>19</sup>とする。

ただし金融システムだけでは、経済構造と伝統的金融政策の親和性を明らかにすることはできない。比較制度論には「制度的補完性」(institutional complementarity) という概念がある。すなわち 1 つの経済システム内の様々な制度が互いに補完的となることで、システム全体がいわば生態系としての強さや安定さを持つことになる。戦後の間接金融を軸とする金融システムと制度的補完性を有したのが、長期雇用、年功序列などで特徴づけられる雇用システムである。岡崎・奥野 (1993) は「戦時期に政府は、労働者の企業間移動を制限するとともに、労使双方で構成する産業報国会を広範囲の企業に設置させた。賃金の生活給化やボーナスの普及も戦時期の出来事である。金融システムについては 1927 年の金融恐慌以来の銀行合同政策が戦時期に徹底され、戦争末期までに地方銀行の『一県一行』が実現する。また、大恐慌の過程で日本興業銀行を中心として部分的に試みられた共同融資(融資連盟)は、全国金融統制会融資の融資斡旋によって制度化され、メインバンク制の原型を形成した。これに関連して企業については、『経済新体制』構想のなかで株主権限の制限(『資本と経営の分離』)が主張され、この主張は 1943 年の軍需会社法によって法制化された」<sup>20</sup>と述べ、金融システム、雇用システム、企業ガバナンスは独立して形成されるものではなく、制度的補完性の下で結びついていることを明らかにする。

金融システムや雇用システムの変化を伴いながら、企業が利益や効率性を重視する姿勢を強め、その結果として貯蓄余剰主体に転化したとすれば、資本コストの調節すなわち短期金利の誘導を軸とする伝統的金融政策と日本経済との親和性の喪失は、決して一時的なものとはいえなくなる。ここに人口動態の視点が加わることで、非金融法人の貯蓄余剰主体への転化に自然利子率の低迷の長期化という課題が折り重なる。こうした事態への対処が金融政策のみで可能となるとは考えにくい。そのような中で非伝統的金融政策が長期化

---

<sup>19</sup> Hoshi and Kashyap (2001), p.4 (鯉淵訳、5 頁)。傍点は筆者。

<sup>20</sup> 岡崎・奥野 (1993)、2-3 頁。

すれば、その副作用への警戒も強まるであろう。

## 2.4. 金融政策の副作用

金融緩和が長期化した場合の代表的な副作用としては①中央銀行のソルベンシーの低下、②金融政策と国債管理政策の可分性の喪失の2点が挙げられる。

1 点目の中央銀行のソルベンシーすなわち財務の健全性の観点に立ってみよう。中央銀行と自己資本の関係は植田（2003）に簡潔にまとめられている。植田は、中央銀行の財務状態が著しく悪化すると物価の安定という責務を果たせなくなるリスクがあるとした上で、「デフレ克服に時間がかかり、その間一段の積極的なオペ対応を実施するとすれば、こうした蓋然性（中央銀行が保有する資産額が膨らむことで、当該資産価値の悪化が中央銀行の財務を大幅に悪化させる蓋然性）は必然的に高まる」<sup>21</sup>と警鐘を鳴らす。Stella（1997）なども、中央銀行にとっての自己資本の位置づけを、多くの中央銀行のケーススタディに基づいて論じている。

日本銀行を意識して中央銀行の自己資本には一定の意義があると論じるのが白川（2008）である。2008年4月から2013年3月まで日本銀行総裁を務めた白川は、多額である必要はないが、中央銀行には一定水準の自己資本は必要であるとし、その理由を2つ挙げる<sup>22</sup>。第1に、財務的に政府に依存せざるを得なくなると、仮に中央銀行の金融政策がそのことによって影響を受けない場合でも、市場参加者や国民が中央銀行の適切な政策遂行能力に疑念をもつ可能性がある。第2に、債務超過になっても政府から自動的に補填がなされるという制度が用意されていると、金融政策だけでなくそれ以外の業務についても、中央銀行の政策運営や経営規律が甘くなる可能性がある。

一方、2013年3月から2018年3月まで日本銀行副総裁を務めた岩田規久男は、岩田（2000）で「唯一のマネタリーベースの供給者である中央銀行は、自己資本を持っていなくても営業可能な経済主体であり、中央銀行のバランスシート悪化がなぜ問題になるのかが説得的に示されたことはない」と主張した<sup>23</sup>。確かに、中央銀行の負債であるマネタリーベースは伝統的には無利子の負債であり、かつ中央銀行が自らの意思決定に基づいて発行できるため、自己資本との線引きは難しい<sup>24</sup>。

<sup>21</sup> 植田（2003）。引用箇所中の（ ）内は筆者による。

<sup>22</sup> 以下の2つの理由については、白川（2008）、105-106頁を参照。

<sup>23</sup> 岩田（2000）、91頁。

<sup>24</sup> マネタリーベースのうち貨幣は中央銀行ではなく政府が発行する場合が多く、マネタリーベース

しかし、中央銀行の自己資本の意義は、本来、金融政策の目的である物価の安定の実現可能性とのバランスで論じられる必要がある。日本銀行は、総合 CPI 前年比 2% と定義される物価安定の目標を未だに実現させていない。一方で、現に日本銀行は自己資本を積み増している<sup>25</sup>。物価の安定が達成されていない事実と、日本銀行が自己資本を積み増している事実とのバランスを論じた研究は、筆者の知る限り、十分な蓄積を見ていない。

2 点目の副作用として挙げた金融政策と国債管理政策の可分性の喪失については、Sargent and Wallace (1981) を理論的な研究の先駆と位置付けることができる。サージェントとウォレスは、

- ① マネタリーベースは物価水準と密接に連動する
- ② 中央銀行はシニョリッジ（通貨発行益）を創出する
- ③ 実質国債利回りは人口増加率より高い

④ 実質プライマリー・バランス赤字<sup>26</sup>は名目マネタリーベースの増減に依存しないという 4 つの条件を設定する。このうち①と②がマネタリストの前提に当たる。ここから理論モデルの展開を経て、

$$\frac{\Delta\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right)}{\Delta\theta} < 0 \quad \forall t > T \cdots (1-1)$$

という関係を導出する。式 (1-1) において、 $\Delta$  は増分（以下同）、 $P_t$  は物価水準、 $\theta$ （定数）は名目マネタリーベースの増加率、 $t$ （非負の整数）は時間、 $T$  は経済が「財政限界」（fiscal limit）に達する時期を表す。ここで財政限界とは、政府の債務残高が増えすぎて、将来の財政余剰では返済することができずと市場が判断する債務の水準を指す<sup>27</sup>。したがって、 $t > T$  の時間帯では、政府は 1 人当たりの実質国債発行残高を増やすことができなくなる。つまり、 $t > T$  においては、1 人当たりの実質国債発行残高は横這う。また初期時点では経済は財政限界にはないと想定するため、 $T$  は 2 以上の整数である。

式 (1-1) は、財政限界を超えると ( $t > T$ )、政府の資金調達に中央銀行に依存する

の全てを中央銀行の負債と見なすのは厳密には正しくない。ただし貨幣の発行残高は 2018 年 5 月末で 4.8 兆円と小さいことから、ここではマネタリーベースを中央銀行の負債と見なす。なお韓国やフィリピンでは中央銀行が貨幣を発行している。日本銀行発券局 (1994)、26 頁参照。

<sup>25</sup> 「量的・質的金融緩和」が始まる直前の 2013 年 3 月末時点で 6.1 兆円であった日本銀行の自己資本は、2018 年 3 月末時点で 8.2 兆円に上る。この間の自己資本残高の増加ペースは年率 6.2% と、2000 年 3 月末から 2012 年 9 月末までの同 1.3% を大きく上回る。

<sup>26</sup> プライマリー・バランス (primary balance) は、税収から公債費以外の歳出を差し引いた値と定義され、「基礎的財政収支」とも呼ばれる。プライマリー・バランスについては第 3 章第 3 節で詳述する。

<sup>27</sup> 財政限界については翁 (2013a)、210 頁参照。



こととなり、その場合、マネタリーベースの増加率を落としても ( $\Delta\theta < 0$ )、インフレに歯止めをかけられない ( $\Delta(P_t/P_{t-1}) > 0$ ) ことを物語る。マネタリーベースの調節を通じて物価をコントロールできると考えるマネタリストにとっては、不愉快な結論であろう。これが Sargent and Wallace (1981) のタイトルが “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic” (マネタリストの不愉快な算術) とされる所以である<sup>28</sup>。

中央銀行が政府の資金調達を担う、すなわち財政ファイナンスに追い込まれる姿は、中央銀行が政府に対して最後の貸し手機能 (LLR : lender of last resort)、あるいは国債に対して最後のマーケット・メーカー機能 (MMLR : market maker of last resort) を担うことと言える。

中央銀行の LLR 機能を最初に規定したのは Bagehot (1873) である。バジヨットは恐慌を食い止めることを目的として、中央銀行が担うべき LLR 機能を以下のように整理した。

- (1) 恐慌期には中央銀行は流動性を自由に貸し出す (lend freely) べきである
- (2) 貸出対象は支払能力があるものの流動性不足に陥った (solvent but illiquid) 金融機関に限る
- (3) このような貸出は非常に高いペナルティ金利 (at a penalty interest rate) のみで実施されるべきである
- (4) 優良な資産を担保にとらなくてはならない (against good assets)

これら原則はしばしば「バジヨット・ルール」ないし「バジヨットの原則」(Bagehot's dictum) と呼ばれる。ただし、Bagehot (1873) 自体はこのような4つの原則という形で LLR 機能を論じてはいない。また貸出対象を「solvent but illiquid」な金融機関に絞るという原則も明記してはいない。後の研究者がバジヨットの理論をバジヨット・ルールという形でまとめたものが、バジヨット自身による条件設定と認識されるようになったと推察される<sup>29</sup>。

これらの条件と照らし合わせたとき、中央銀行による財政ファイナンスすなわち中央銀行が政府に対して LLR 機能を持つことは正当化しがたい。だからこそ財政ファイナンス

<sup>28</sup> マネタリストの不愉快な算術については第3章第3節で詳述する。

<sup>29</sup> Bagehot (1873) の翻訳のうち、宇野訳 (1941) では 190-192 頁、久保訳 (2011) では 216-218 頁が概ね「バジヨット・ルール」の内容に重なる。ただし本文でも述べたように、バジヨット自身は「バジヨット・ルール」あるいは「4つの原則」という形で LLR 機能を示してはいない。それでもバジヨット・ルールの4つの原則は霧見 (2010) なども挙げているところであり、学界では一定の定着を見た概念といえよう。なお雨宮 (2012) は「論文等で『バジヨットの述べた4原則が』といった表現があった場合、それは著者がバジヨット氏の原典に当たっていない証拠なので気をつけた方が良くかもしれない」と述べている。雨宮 (2012)、2 頁を参照。

は日本においても法律によって禁じられている<sup>30</sup>。

しかし、日本政府の財政健全化のめどが立たない中、実際に日本銀行は多額の国債を流通市場から買っている。これは、一方では日本銀行の財務の健全性を脅かし、他方では金融政策と国債管理政策との溶融リスクを強めている。

## 2.5. 物価水準の財政理論 (FTPL) とヘリコプターマネー

非伝統的金融政策の持つ副作用はもちろん、そもそもその政策が十分な効果を出していないことに関する研究も蓄積の途上にある。そのような問題意識から、金融政策と財政政策を敢えて積極的に融合させるという政策論が研究者から提起されつつある。とりわけ脚光を浴びるようになったのが、1990年代初頭から理論的發展を見てきた「物価水準の財政理論」(FTPL: fiscal theory of the price level) である。

FTPLの要諦は

$$\frac{B}{P} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{T-G}{(1+r)^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\Delta M/P}{(1+r)^t} \cdots (1-2)$$

という式の解釈にある。ここで  $B$  は公債残高、 $P$  は物価水準、 $T$  は実質税込、 $G$  は公債費以外の実質歳出、 $r$  は実質金利、 $M$  は名目マネタリーベースである。なお  $\Delta M/P$  は実質シニョリッジに当たる。この式 (1-2) をどう解釈するかが、そのまま FTPL の賛否につながる。

まず FTPL を支持する論者は、式 (1-2) を最終的に  $P$  の調整によって成り立つ均衡式と解釈した上で、右辺のプライマリー・バランス  $T-G$  は通時的に均衡する必要はなく政府は非リカード的政策をとると考える。この場合、通時的な財政拡張政策 ( $\Delta(T-G) < 0$ ) は最終的に  $P$  の上昇を引き起こすことで、式 (1-2) が成り立つ。つまり財政出動によってデフレからの脱却が可能となると FTPL は主張する。FTPL を支持、ないし FTPL に一定の理解を示す研究として、Cochrane (2001, 2005, 2016)、Dupor (2000)、Leeper (1991)、Sims (1994, 2016)、Woodford (1994, 1995, 1997, 1999)、岩村 (2010, 2016)、浜田 (2017) などがある。

<sup>30</sup> 財政法第5条は「すべて、公債の発行については、日本銀行にこれを引き受けさせ、又、借入金の借入については、日本銀行からこれを借り入れてはならない。但し、特別な事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りではない」として、日本銀行による財政ファイナンスを禁じている。E-Gov <[http://elaws.e-gov.go.jp/search/elawsSearch/elaws\\_search/lsg0500/detail?lawId=322AC0000000034&openerCode=1#15](http://elaws.e-gov.go.jp/search/elawsSearch/elaws_search/lsg0500/detail?lawId=322AC0000000034&openerCode=1#15)> (参照日: 2018年4月30日)。

一方、FTPL については批判的な研究も少なくない。とりわけ Buiter (1999) は、そのタイトルで FTPL を “fallacy” (誤謬) だと批判する。

FTPL に対する批判は以下の 3 点に集約される。第 1 に、式 (1-2) はどのような  $P$  についても成り立つ予算制約式つまり恒等式と解釈するべきであり、 $P$  を確定させる方程式と読むべきではない。第 2 に、プライマリー・バランス  $T-G$  は通時的には均衡するという意味でリカード的政策が想定されるべきであり、非リカード的な政策を前提とするべきではない。第 3 に、FTPL では統合政府 (政府と中央銀行) と民間部門の 2 部門が想定されているが、「ワルラスの法則」(Walras' law)<sup>31</sup> から、統合政府が均衡すれば必ず民間部門も同時に均衡する。そうであれば、FTPL は「財政理論」と呼ぶ必要はなく「民間部門理論」でもよい。この場合、FTPL は財政政策についての理論的含意を失う。FTPL に対して批判的あるいは懐疑的な研究として、先に挙げた Buiter (1999) に加えて、Carlstrom and Fuerst (2000)、Kocherlakota and Phelan (1999)、河越・広瀬 (2003)、土居 (2003) などがある。このように賛否が割れる中、四半世紀の歴史を持つ FTPL ではあるが、理論としての精度や政策実務への適用度という点で発展の余地を残している。

今後のマクロ政策を展望する際、FTPL と並んで注目されるのがヘリコプターマネー (ヘリコプタードロップともいう) である。しかも、ヘリコプターマネーは、政策実務への適用という点で今なお制約を有する FTPL を政策実務に応用する際の一つのメカニズム・デザインと位置付けることができる。

ヘリコプターマネーという表現は Friedman (1969) に初出した。フリードマンは、ヘリコプターが飛んできて空から千ドルを紙幣でばら撒き、それを住民が直ちに入手するケースで、何が起きるかを論じた<sup>32</sup>。その際、①ヘリコプターがばらまいたお金は回収されない、②ヘリコプターがお金をばらまくという奇跡は二度と起きない、という前提を立てた。

主要中央銀行が非伝統的金融政策を続ける中でも、なお物価の安定が実現しない状況にあって、実務レベルでのヘリコプターマネーの応用余地を探った研究として Turner (2015)

<sup>31</sup> ワルラスの法則によると、 $N$  個の市場が存在する経済において、 $N$  個すべての市場の価格体系  $p$  と初期賦与量を基準とした超過需要関数  $z(p)$  について、 $\sum_{i=1}^N p_i \cdot z_i(p) = 0$  が成り立つ。つまり  $N$  個の市場のうち  $N-1$  個が均衡すれば、残りの 1 個の市場も必ず均衡する。

<sup>32</sup> フリードマンは “Let us suppose now that one day a helicopter flies over this community and drops an additional \$1,000 in bills from the sky, which is, of course, hastily collected by members of the community. Let us suppose further that everyone is convinced that this is a unique event which will never be repeated.” (下線筆者) というケースを設定した。Friedman (1969), pp.4-5 参照。

がある。2008～13年に英国の金融サービス機構<sup>33</sup> (FSA : Financial Services Authority) の長官を務めた政策実務者としての経験も持つターナーは、ヘリコプターマネーはいつでも利用可能な手段であり、政府と中央銀行が弾切れになることはないと主張した<sup>34</sup>。また Bernanke (2016c) も、FRS に残された政策手段としてヘリコプターマネーを挙げている<sup>35</sup>。その他に Buiter (2016)、Cochrane (2016) などもヘリコプターマネーの意義に賛同する。

## 2.6. 自然利子率が低迷する下での金融政策論

金融政策や財政政策は主に経済の需要面に働きかける。一方、日本を含む先進国経済は供給面から成長率が構造的に下がるリスクに直面している。これは自然利子率の低下、ひいては流動性のわなの常態化といい換えることもできる。流動性のわなが常態化した場合でも、それが金融政策ないしそれを含む経済政策の効果に対する強い制約とならない状態を作るにはどうすればよいか。金融政策論においても、この点に関する研究は発展の途上にある。

研究の一つの方向性は、いかに現金を流通から排除するかというものである。このような研究は、経済環境とは無関係に常に金利がゼロである現金の存在によって名目金利に非負制約が生まれ、かつ、その非負制約によって流動性のわなが常態化した下での金融政策の実効性が弱められる、という考え方に基づく。この方向での研究を主導したのが Rogoff (2014, 2016) である。Rogoff (2016) の問題意識は①銀行券をなくすことで汚職や脱税など違法な経済活動を表面化させ徴税機会の公平を図る、②非伝統的金融政策の一環としてのマイナス金利政策をより実効性かつ汎用性のあるものにする、の2点にある。このうち①は銀行券が無記名であること、②は銀行券が無利子であることに派生する。中でも②は、流動性のわなが常態化した下でも実効性ある金融政策を行うための政策提言へと発展する。

もう一つの方向性は、現金に対してマイナス金利を課すというものである。このような

---

<sup>33</sup> 2013年4月、金融サービス機構(FSA)は金融行動監視機構(FCA: Financial Conduct Authority)と、イングランド銀行の一組織としてのプルーデンス規制機構(PRA: Prudential Regulation Authority)に分割された。

<sup>34</sup> Turner (2015) は、貨幣ファイナンス型の財政支出が不可避となる国として、具体的に日本に言及している。またターナーは、2016年6月7日付け日本経済新聞(24面)において「日本では公的債務の一部のマネタイゼーション(財政ファイナンス)がもはや避けられない」として、日本におけるヘリコプターマネーの意義を訴えている。

<sup>35</sup> ただし Bernanke (2016c) は、ヘリコプターマネーを「貨幣ファイナンス型財政プログラム」(MFFP: Money-Financed Fiscal Program)と呼ぶ。Bernanke (2016c), p.3 参照。

研究は、現金の名目金利をマイナスにすることが可能となれば、名目金利の非負制約を取り除くことができる、という考え方に基づく。これが、現金へのマイナス付利が可能となれば、自然利子率が構造的に低下し、流動性のわなが常態化した場合でも、金利操作（マイナス金利の深掘り）を通じた金融政策の実効性は失われなければならないはずだという政策提言につながる。

ただし、いかに現金にマイナス付利をするかという方法論を巡って、異なる研究がなされている。

第1に「課税型」である。現金に課税することで、事実上、現金にマイナス付利をするというものである。このような形での現金へのマイナス付利を最初に提唱したのが Gesell (1916) である。同書は、実物の財が時間の流れとともに減価償却するのに対して、貨幣は償却もせず価値を維持し続けるという非対称性に着目し、この非対称性こそが富の集中という不公平や現金の保蔵による需要不足すなわち不況が起きると考えた。そのためには、時間の流れとともに貨幣の価値が目減りする仕組み、つまり貨幣に持越費用 (carrying costs) がかかる仕組みを導入する必要があると主張した。これが有名な「スタンプ付き貨幣」(ゲゼルはこれを Free-Money と呼んだ) の提唱につながった。

ただし、このゲゼルの提言が注目されるようになったのは、ゲゼルの死後、Keynes (1936) がゲゼルのスタンプ付き貨幣を紹介してからである。Keynes (1936) は、ゲゼルを「風変わりな、不当に無視された予言者」(the strange, unduly neglected prophet) とした上で、ケインズ自身も「彼のきわめて独創的な労作を変人の議論に過ぎないものとみなしていた」(I treated his profoundly original strivings as being no better than those of a crank) ことを認める<sup>36</sup>。それでもゲゼルのスタンプ付き貨幣について、「有名な『スタンプ付き』貨幣という処方箋を書いたのであって(中略)アーヴィング・フィッシャー教授が祝福の言葉をささげたのもそれであった」(This led him to the famous prescription of “stamped” money, … which has received the blessing of Professor Irving Fisher) と一定の評価をした<sup>37</sup>。

このような「課税型」による現金へのマイナス付利は、Fisher (1933)、Goodfriend (2000)、深尾 (2001) などによっても提言されている。例えば Fisher (1933) は、特定

<sup>36</sup> Keynes (1936), Chapter 23, Section VI を参照。なお本文における邦訳部分は塩野谷訳 (1995)、354 頁による。

<sup>37</sup> ケインズの「アーヴィング・フィッシャー教授が祝福の言葉をささげた」という言及は具体的には Fisher (1933) を指す。

地域内で通用するスタンプ紙幣の導入を提案し、そのような紙幣を *stamp scrip* と呼んだ。額面 1 ドルのスタンプ紙幣の裏側に、毎週 2 セントのスタンプを貼付することを義務付けることで、当該紙幣が保蔵されることなく消費活動が刺激されると主張した。

2 つ目の現金へのマイナス付利の方法としては「分化型」が挙げられる。分化型による現金へのマイナス付利を最初に提唱したのが、上記の Fisher (1933) とほぼ同時期に記された Eisler (1932) である。Eisler (1932) の最も重要なところは、価値尺度すなわちニューメレール (*numeraire*) としての通貨と、決済・支払い手段としての通貨を分化させることにある。その上で、デフレ下にある政策当局が、決済・支払い手段としての *current money* を、ニューメレールである *money banco* に対して減価させるケースを考える<sup>38</sup>。これは決済・支払い手段 (*current money*) に事実上、マイナス金利を課したことになり、*current money* を保蔵することに対するペナルティとして機能する。その結果として *current money* に基づく支出行動が前倒しされれば、*current money* の流通速度 (= 名目 GDP / *current money*) が上昇し、金融政策が実効性を持ったこととなる。Eisler (1932) は直接的には、流動性のわなが常態化した場合の金融政策のあり方を扱ってはいない。しかし結果的には、そのような状況下でいかに実効性のある金融政策を行うかという課題に対する今日的な提言となっている。

このような「分化型」による現金へのマイナス付利は、Buiter (2009)、Agarwal and Kimball (2015) などに引き継がれている。

なおゲゼルに始まる「課税型」やアイスラーに始まる「分化型」のいずれとも異なる現金へのマイナス付利方法もいくつか提唱されている。例えば、岩村 (2008) による経過時間情報に基づく利子の適用、Mankiw (2009) による紙幣のランダムな廃止案などがある。

以上みてきたように、非伝統的金融政策の効果とリスク、非伝統的金融政策が実効性を欠く中での財政政策との協調余地、流動性のわなが常態化した場合への対応としての現金へのマイナス付利など、個々の研究がなされている。ただし、これらを俯瞰的にとらえた上で、低自然利子率下の金融政策論へと体系づけるには至っていないと考えられる。

---

<sup>38</sup> Eisler (1932) は、決済・支払い手段、ニューメレールにそれぞれ“*current money*”、“*money banco*”という呼称を与えている。

### 第3節 論文構成

本論文は序章、第1～4章、終章、参考文献からなる。そのうち第1～4章の各章は、先の第1節で挙げた4つの課題に対応する。すなわち第1章は伝統的金融政策から非伝統的金融政策への移行過程の解明、第2章は非伝統的金融政策の作動メカニズムと期待される効果、およびその効果を評価するためのフレームワークの提示、第3章は非伝統的金融政策が内包するリスクの解明、第4章は自然利子率が低迷し、流動性のわなが常態化した環境下で金融政策が直面する課題の考察の場となる。

以下、各章の概要を見ておこう。

第1章は、経済構造と金融政策との親和性という観点から、日本経済を主な対象として、伝統的金融政策から非伝統的金融政策への移行過程を明らかにする。まずは、貯蓄投資差額を中心的な視座として、伝統的金融政策が一定程度機能した1980年代から、同政策が徐々に限界を迎えた1990年代にかけての日本経済の推移を考察する。ただしこの間の日本経済は単に伝統的金融政策との親和性を失っただけではない。その背景では、両大戦間期に形作られた各種経済・社会制度が変化を迫られていた。そこで第1章では、貯蓄投資差額についての考察の後、時計の針を戦時体制下の日本まで巻き戻す。その時期に作られた多くの法令・制度によって、しばしば「日本的」と称される金融・雇用システムが形成され、それがその後の貯蓄投資差額のあり方や伝統的金融政策との親和性に影響したことを描き出す。その上で、1980年代から1990年代は、そのようなシステム自体が変化を迫られた時期であったことを明らかにする。加えて、バブルの崩壊と並行して生じた人口構造の変化も論じる。このような金融・雇用システムや人口構造の変化が貯蓄投資差額のあり方を変え、その延長線上で伝統的金融政策の効力は弱まっていった。

第2章では、2013年4月に黒田総裁の下、日本銀行が採用した「量的・質的金融緩和」(QQE: quantitative and qualitative monetary easing)を題材として、非伝統的金融政策の作動メカニズムと、その効果を評価するためのフレームワークを示す。ただしQQEはあくまで「第1の矢」(大胆な金融政策)、「第2の矢」(機動的な財政政策)、「第3の矢」(民間投資を喚起する成長戦略)からなる政策パッケージであるアベノミクスの一部に過ぎない。そこで、アベノミクスの「3本の矢」の補完関係をマクロ経済のフレームワークで考察し、その後、第1の矢に当たる非伝統的金融政策のメカニズムを操作目標、中間目標、最終目標からなる2段階アプローチに基づいて掘り下げる。「期待」がいかに重要な

役割を担っているかも、その過程で示される。QQE という個別の政策の評価に重きを置くというよりは、QQE を一例とする非伝統的金融政策の作動メカニズムと、その効果を評価するためのフレームワークを描くことに主眼を置く。

第3章では、QQE を題材として非伝統的金融政策の出口戦略とリスクを考察する。ゼロ金利から離脱した後の経済では、金利が介在する形で実体経済と金融が徐々に結びつくことになる。このような金利の引き上げ過程を、本論文では非伝統的金融政策の「出口」と定義する。出口をこのように定義した場合、現行のQQE（2016年9月以降は長短金利操作付きQQE）がいつ、どのような形で出口に向かうか、現時点で確度の高い見通しを示すことは難しい。しかし、QQE には、緩和期では表面化しないものの、出口では大きな問題として浮上しうる論点が存在する。とりわけ重要な論点として①日本銀行の財務の健全性（ソルベンシー）、②金融政策と国債管理政策の可分性、の2点が挙げられる。日本銀行のQQEに限らず、非伝統的金融政策は程度の差こそあれ、これら2点を出口における潜在的な課題として抱えている。そのような中、出口策が安定したものとなるには、日本銀行の財務の健全性（financial soundness）と政府の財政の健全性（fiscal soundness）が不可欠となる。

第4章では、自然利子率が低迷し、流動性のわなが常態化する環境での金融政策の課題を示す。自然利子率が低迷する際、本来求められるポリシー・ミックスは、実質政策金利を引き下げる金融政策と、長期的な視点に立って自然利子率の押し上げを図る構造改革である。ところが実際の政策は短期的な志向が強い。そのような政策論の一環として、財政政策を経済政策の主エンジンとし、金融政策を一定の節度の下で財政政策に従属させるべきだとの声も聞こえる。もはやQQE が内包する副作用の一つである「財政従属」（fiscal dominance）<sup>39</sup>を杞憂とみなすことはできない。一方、財政政策とは独立した視点から、金融政策のあり方を問う必要性も増している。すなわち今後の人口動態を踏まえると潜在成長率ひいては自然利子率の低迷は長期的なものとなりうる。その場合、流動性のわな自体も常態化しうることとなり、金融政策によって実質金利を自然利子率より低く抑えることが難しくなる。これは金融政策自体が実体経済に対する効力を構造的に弱めることを意味する。その場合、中央銀行に何ができるのか（あるいはできないのか）を問わなくてはならない。そこで第4章では、①政策が短期的な志向を強めやすくなる背景、②金融政策

<sup>39</sup> 受動的な金融政策と能動的な財政政策の組み合わせは財政従属あるいは財政支配と呼ばれる。逆に、能動的な金融政策と受動的な財政政策の組み合わせは金融支配（monetary dominance）と呼ばれる。渡辺（2017）、7頁を参照。詳細は第3章第3節を参照されたい。



## 序章

と財政政策のポリシー・ミックス、③自然利子率が低迷する下での金融政策の課題を考察する。

終章では、自然利子率が構造的に低迷する下での金融政策論の構築に向けて一助となるべく、本論文を総括する。

## 第1章 日本経済の構造と金融政策との親和性<sup>1</sup>

### はじめに

1990年代に入ってから日本銀行の金融政策運営は①操作目標の選択、②日本銀行の考える物価安定の示し方、の2点を巡ってめまぐるしく変化した。このうち操作目標とは、中央銀行が金融政策を運営する際、直接的にコントロールできる金融変数を指す<sup>2</sup>。日本では1980年代に入ると、短期金利すなわち公定歩合（2006年8月、基準割引率および基準貸付利率に呼称変更）を操作目標として物価の安定を図る金融政策が定着した。その一方で、マネーストックなど量的指標は金融政策における位置づけを下げた。

操作目標を軸として1990年代以降の金融政策を振り返ると、以下ようになる<sup>3</sup>。まず、1990年代以降で最初に日本銀行が操作目標を変更したのは1995年である。同年3月31日、日本銀行はそれまでの公定歩合に代えて、無担保コールレート（オーバーナイト物）を新たな操作目標として採用した。その後1999年2月12日、日本銀行は初めてゼロ金利政策（ZIRP）に踏み込んだ。名目金利の非負制約を踏まえると、短期市場金利を操作目標とする限り、このゼロ金利政策が最大限の金融緩和策となる。

しかし、需要の弱さに根差す物価下落圧力を払拭することはできなかった。そこで、1999年4月13日、速水総裁（当時）は会見で「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまでゼロ金利を続ける」と明言した。これが、日本銀行が初めて時間軸政策を導入した瞬間である<sup>4</sup>。

さらに2001年3月19日、日本銀行は一層の金融緩和をもくろんで、操作目標を日本銀行当座預金残高にシフトし、かつ消費者物価指数（CPI：consumer price index）が安定的に前年比ゼロ%以上となるまでこれを続けるとした<sup>5</sup>。これが、他の中央銀行に先駆けて日本銀行がその歴史上、初めて採用した量的緩和策（QE：quantitative easing）である。

その後、日本経済のデフレ脱却の確度が徐々に高まると考えた日本銀行は2006年3月

---

<sup>1</sup> 親和性の意味については序章注1を参照。

<sup>2</sup> 操作目標については第2章第2節で述べる。

<sup>3</sup> 操作目標ではなく「日本銀行の考える物価安定の示し方」という観点からの金融政策の変遷についても第2章第2節で詳述する。

<sup>4</sup> ゼロ金利政策に時間軸政策が付加された日付を、ここでは1999年4月13日としている。しかしこの日付の特定には注意を要する。具体的には第2章注25を参照。

<sup>5</sup> 日本銀行<[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2001/k010319a.htm/](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2001/k010319a.htm/)>（参照日：2018年2月15日）。

9日、操作目標を無担保コールレート（オーバーナイト物）に戻した上で、ゼロ金利政策（ZIRP）に回帰した<sup>6</sup>。更に同年7月14日には、ゼロ金利政策の解除に踏み切った。

しかし、日本銀行の見通しに反して、日本経済がデフレから抜本的に脱却することはなかった。そこで、2010年10月5日、日本銀行は事実上のゼロ金利および新設の「資産買入等の基金」（APP：asset purchase program）を通じた資産買入を二本柱とする「包括的な金融緩和策」（comprehensive monetary easing）を採用した<sup>7</sup>。これは無担保コールレート（オーバーナイト物）と資産買入額の両方を操作目標とするハイブリッド型の金融緩和策である。

さらに黒田東彦総裁を迎え入れた日本銀行は2013年4月4日、「量的・質的金融緩和」（QQE）に打って出た<sup>8</sup>。この策を強く特徴づける要素は、世界で唯一、マネタリーベースという量的指標を操作目標に掲げたことである。しかし、思うようには政策の効果がみえず、2016年1月29日に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」（QQE with a negative interest rate）、同年9月21日に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」（QQE with yield curve control）という具合に修正され、金利が再び操作目標として掲げられるようになった<sup>9</sup>。

ここで、非伝統的金融政策を「短期金利がゼロ近傍に低下した後、同金利の誘導を代替する目的で行われる金融政策」と定義しよう<sup>10</sup>。この定義に基づくと、日本銀行が非伝統的な金融政策を行った時期は、①「ゼロ金利政策」に「時間軸政策」が付加され、さらにその後「量的緩和策」が採用された1999年4月13日から2006年3月9日、②「包括的な金融緩和策」から「量的・質的金融緩和」を経て今日の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」に至る2010年10月5日以降、という2つの局面に整理できる。つまり日本銀行は1990年代末に非伝統的金融政策に移行したといえる。

なぜ日本銀行は1990年代末に非伝統的金融政策への移行を余儀なくされたのであろうか。あるいは、短期金利を誘導対象とする伝統的金融政策は、なぜ1990年代末までに効

---

<sup>6</sup> 日本銀行<[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2006/k060309.htm/](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2006/k060309.htm/)>（参照日：2018年2月18日）。

<sup>7</sup> 日本銀行<[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2010/k101005.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2010/k101005.pdf)>（参照日：2018年2月18日）。

<sup>8</sup> 日本銀行<[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2013/k130404a.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130404a.pdf)>（参照日：2018年2月18日）。

<sup>9</sup> ただしここでいう金利は、厳密には長短金利すなわちイールドカーブを指す。したがって、1980～90年代に見られた短期金利のみを操作目標とするレジーム（体制）とは異なる。

<sup>10</sup> ここでの非伝統的金融政策の定義は翁（2011）、191頁を参考としている。

力を失ったのであろうか。

このような問題意識から、本章では、伝統的金融政策が一定程度機能した1980年代から、同政策が徐々に限界を迎えた1990年代にかけての日本経済の推移を考察する。その際、「貯蓄投資差額」を中心的な視座に据える<sup>11</sup>。ただしこの間の日本経済は単に伝統的金融政策との親和性を失っただけではない。その背景では、両大戦間期に形作られた各種経済・社会制度が変更を迫られていた。そこで本章では、貯蓄投資差額についての考察の後、時計の針を戦時体制下の日本まで巻き戻す。その時期に作られた多くの法令・制度によって、しばしば「日本的」と称される金融・雇用システムが形成され、それがその後の貯蓄投資差額のあり方や伝統的金融政策との親和性に影響したことを描き出す。その上で、1980年代から1990年代は、そのようなシステム自体が変化を迫られた時期であったことを明らかにする。加えて、バブルの崩壊と並行して生じた人口構造の変化も論じる。このような金融・雇用システムや人口構造の変化が貯蓄投資差額のあり方を変え、その延長線上で伝統的金融政策の効力は失われていった。

### 第1節 貯蓄投資差額に見る非金融法人の変化

#### 1.1. 貯蓄投資差額と資金過不足

金融政策がどの程度あるいはどれぐらいの期間、実体経済や物価に作用しうるかについては、一定の結論が導かれているわけではない。しかし、どのような理論モデルを使うにせよ、金融政策が金融変数に一定の刺激を加えることで、実体経済ひいては物価に働きかけるものであるという構図は普遍といえよう。したがって、経済主体の金融面での行動（資金調達や運用）が実体経済面での行動（消費、貯蓄、実物投資）とどのように結びついているかを明らかにすることが、金融政策の効果ひいては伝統的から非伝統的への金融政策の移行を考察する上で欠かせない。

一般に、企業や家計などの経済主体が貯蓄や実物投資を行う際、何らかの形で資金調達を行うと同時に、余った資金あるいは当分必要とされない資金は金融資産として保有・運用される。つまり、貯蓄・投資行動は通常、金融資産や負債の変動を伴う。この点をバランスシート（貸借対照表）に基づいて整理しておこう。

---

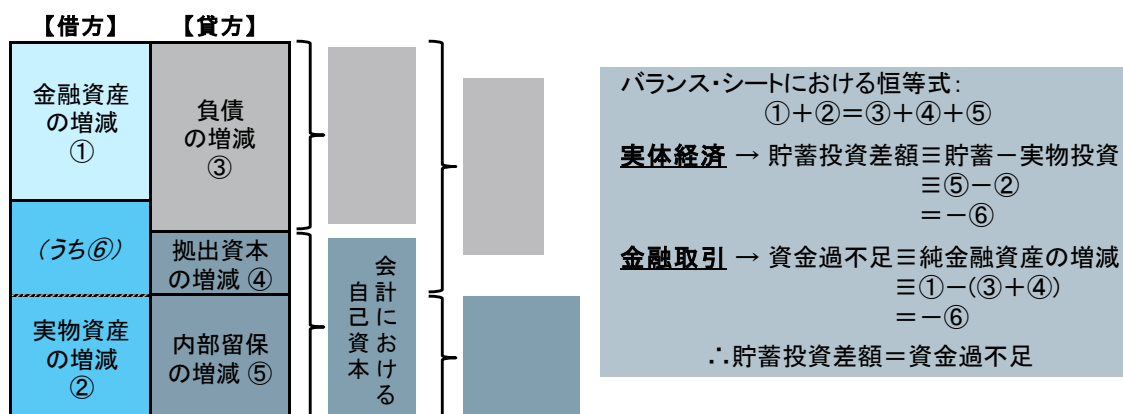
<sup>11</sup> 貯蓄投資差額は貯蓄投資バランス、IS バランスなどとも呼ばれる。なお内閣府『国民経済計算』も貯蓄投資差額という表記を使っていたが、2004年度の国民経済計算確報以降は「純貸出／純借入」(net lending / net borrowing) (+が純貸出、-が純借入) と表記している。

図1-1はバランスシートの変動を表したものである。便宜的にここでは、この経済主体が企業（非金融法人）と仮定しよう。企業の貯蓄は、自己資本の一部である内部留保の増減に対応する。また、企業が行う総固定資本形成（設備投資、在庫投資、土地投資）は実物資産の増加、固定資本減耗は実物資産の減少につながる。したがって、

$$\begin{aligned} \text{貯蓄投資差額} &= \text{貯蓄} - \text{実物投資} \\ &= \text{内部留保増減} - (\text{総固定資本形成} - \text{固定資本減耗}) \\ &= \text{内部留保増減} - \text{実物資産の増減} \end{aligned}$$

と表される。つまり、貯蓄投資差額は図1-1では⑤と②の差となる。

図1-1 バランスシートに見る貯蓄投資差額と資金過不足の恒等関係



- (注) 1. ⑥は実物資産の増減を表す②の一部である。  
 2. 拠出資本は、会計上は自己資本に含まれるが、国民経済計算では負債として扱われる。  
 3. 本図は貯蓄不足主体（資金不足主体）を例としている。  
 (出所) 内閣府『国民経済計算』を参考に筆者作成。

一方、借入れや社債発行などによる資金調達には負債の増減、余裕資金の運用は金融資産の増減にそれぞれ該当する。さらに、国際連合によって作成基準が規定される国民経済計算（SNA : System of National Accounts）では、拠出資本（資本金、資本剰余金）も負債として扱われることに注意したい<sup>12</sup>。

国民経済計算における資金過不足は定義上、純金融資産すなわち金融資産と負債（拠出

<sup>12</sup> 内閣府の国民経済計算の用語解説 <[www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/reference4/yougo\\_top.html#ma](http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/reference4/yougo_top.html#ma)> (参照日：2018年4月29日) における「持分」の項を参照。そこでは「持分は（中略）金融商品取引法上の株式会社が発行する株式のほか、特別法に基づき設置された特殊法人等に対する持分が含まれ、国民経済計算体系では、これを発行する制度単位の負債として扱われる」とされている。

資本を含む)の差額の増減と同値であることから、

資金過不足 $\equiv$ 純金融資産の増減

$=$ 金融資産の増減  $-$  負債の増減 (拠出資本の増減を含む)

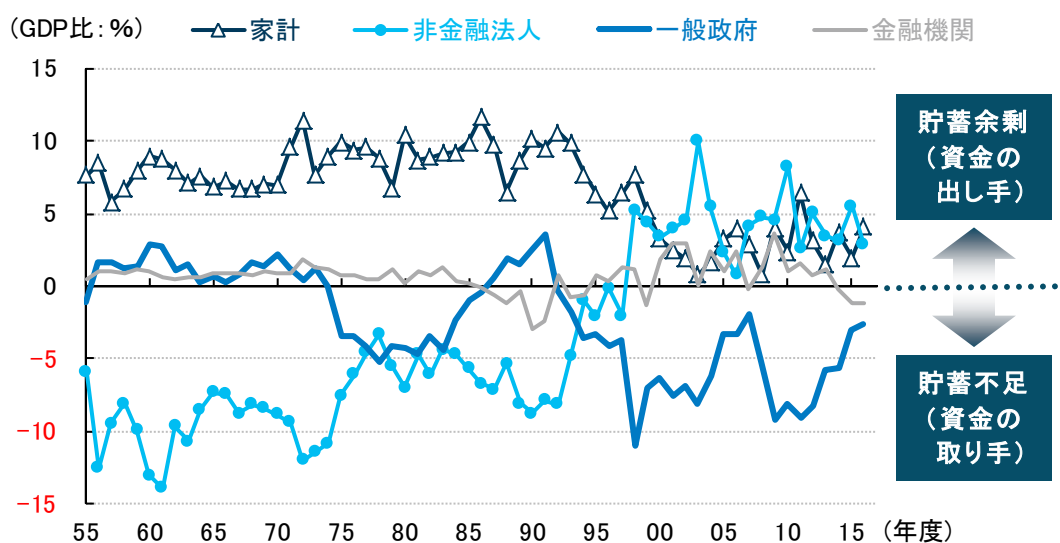
が得られる。つまり資金過不足は①と (③+④)の差となる。

さらにバランスシート上では、「金融資産+実物資産=負債+自己資本」という恒等式が成り立つため、常に「①+②=③+④+⑤」となる。この恒等式から、貯蓄投資差額 (⑤-②)と資金過不足 (①-(③+④))は常に等しく、いずれも図 1-1 の⑥ (実物資産の増減を表す②の一部)の負値に相当することが分かる。したがって、貯蓄投資差額に反映される企業の実体経済行動は、資金過不足に表れる金融行動と表裏一体で捉えることができる。先に、金融政策の効果を考える上で金融面と実体経済面の活動の結びつきが重要であると述べたが、その結びつきを映し出してくれる概念がまさに貯蓄投資差額と資金過不足である。

日本の貯蓄投資差額を制度部門別に見ると、大きな変遷を経ていることが分かる。1970年代から80年代にかけては、非金融法人が最大の貯蓄不足主体 (貯蓄<実物投資)であった (図 1-2)。貯蓄投資差額が資金過不足に等しいことから、これは非金融法人が最大の資金の取り手 (金融資産の増減<負債の増減)であったことを意味する。一方、最大の貯蓄余剰主体 (貯蓄>実物投資)つまり資金の出し手 (金融資産の増減>負債の増減)は家計であった。非金融法人が資金の取り手として存在する中、短期金利のコントロールを通じて物価の安定を図る伝統的金融政策は、1980年代を通じて一定の定着を見た。

ところが1990年代に入ると、非金融法人の貯蓄不足幅が縮小し始め、1998年度には貯蓄余剰主体に転じた。つまり非金融法人が資金の取り手から出し手に転化したことを意味する。これは戦後の日本経済が経験したことのない現象であった。これと並行して、一般政府 (中央政府、地方政府、社会保障基金)が貯蓄不足幅を広げ、最大の資金の取り手として浮上した。その背景にあるのが財政赤字の拡大である。家計に加えて非金融法人も貯蓄余剰主体 (資金の出し手)となったことで、短期金利のコントロールすなわち資金コストの調整を通じて民間の経済活動を刺激する伝統的金融政策の効力は1990年代に弱まった。

図 1-2 制度部門別に見る貯蓄投資差額



(注) 1. 1979年度までは内閣府『国民経済計算』、1980年度以降は日本銀行『資金循環』に基づく資金過不足を示す。  
 2. 一般政府は中央政府、地方政府、社会保障基金からなる。  
 (出所) 内閣府『国民経済計算』、日本銀行『資金循環』より作成。

2000年代に入っても、家計と非金融法人が貯蓄余剰（資金の出し手）という構図は変わらなかった。したがって、資金コスト調整型の伝統的金融政策が効力を発揮する局面も再来せず、日本銀行は非伝統的金融政策の強化に傾斜していった。一方で、一般政府が最大の貯蓄不足主体つまり資金の取り手という図式も定着した。その結果、金融緩和策が事実上の財政ファイナンスではないかという疑念を生むことにもなった。

### 1.2. 貯蓄余剰に転じた非金融法人

貯蓄投資差額の長期的な推移を振り返ると、1990年代に伝統的金融政策が効力を弱めた背景で、非金融法人が貯蓄余剰主体（資金の出し手）に転化していたことが浮かび上がる。

そこで、非金融法人の貯蓄投資差額をさらに掘り下げてみよう。繰り返しになるが、貯蓄投資差額を見ることの利点は、経済主体の実体経済面の行動（貯蓄、実物投資）と金融面の行動（資金調達、運用）を一体として捉えられることにある。ただし、そのためには当該経済主体のバランスシートに記載される会計項目の時系列データが必要となる。その際、非金融法人については財務省『法人企業統計』が有用となる。本統計は業種ごと、あるいは企業規模ごとに財務データを集計しており、非金融法人の行動を捉える上で不可欠な統計である。この統計を用いることで、実体経済行動と金融行動の両面から、非金融法

人が1990年代後半に貯蓄余剰に転じた背景に迫ることができる<sup>13</sup>。

まずは金融面の行動から、1990年代の非金融法人の資金過不足（≡純金融資産の増減＝資金運用－資金調達）を捉えよう（図1-3）。非金融法人の資金調達すなわち負債と拠出資本の増減は1997年度に-1.2兆円と、1960年代以降で初めてマイナスとなった。つまり非金融法人は同年度に初めて資金調達残高を圧縮したことになる。その後も資金調達がマイナスとなる機会が増え、2002年度には-33.9兆円と過去最大の資金調達残高の削減幅が記録された。

一方、資金運用すなわち金融資産の増減は、年によって変動はあるものの、均して見れば1990年代はゼロを挟んだ範囲内で推移した。つまり1990年代の金融資産残高は概ね横這った。金融資産残高が横這いということは、非金融法人は金融資産を取り崩してはいなかったことになる。その場合、資金調達残高の圧縮に対応するバランスシート上の項目は何だろうか。

鍵を握るのは実体経済面での企業行動である。実体経済の観点から非金融法人の貯蓄投資差額（＝貯蓄－実物投資）を描くと、貯蓄つまり内部留保増減は、概ね1990年代に年間0～10兆円、その後は同10～30兆円の範囲で推移した（図1-4）。一方、実物投資（＝総固定資本形成－固定資本減耗）は1990年度に57.6兆円のピークに達した後は一貫して抑制され、1998年度には-7.8兆円とマイナス、つまり総固定資本形成が固定資本減耗を下回った。「総固定資本形成＜固定資本減耗」という関係は実物資産残高の減少を意味する。

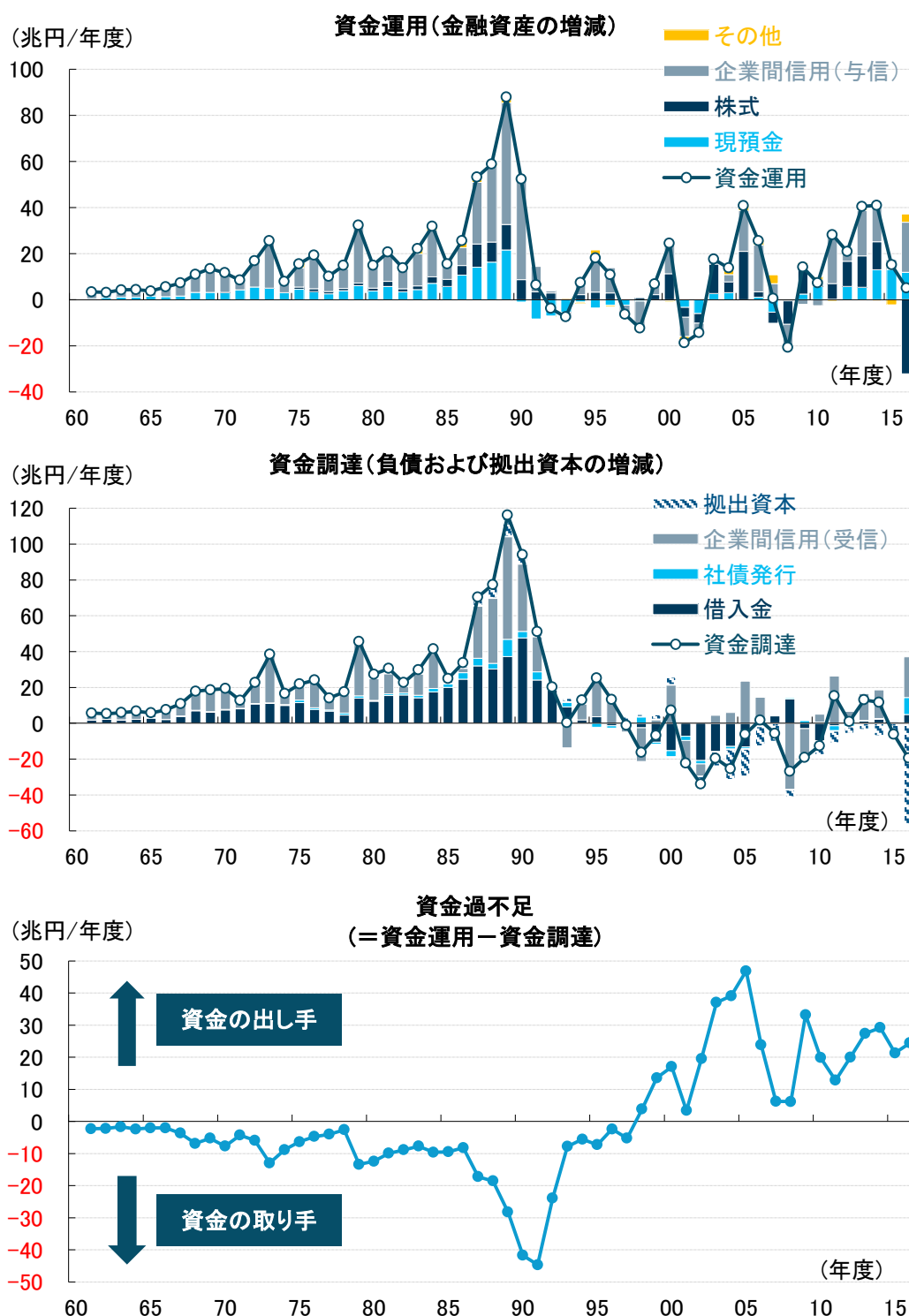
上述した金融行動と併せて見ると、1990年代後半以降、非金融法人は金融資産の取り崩しを抑制する一方、実物資産の取り崩しには積極的であった姿が浮かび上がる。企業の資金調達残高の圧縮はこうした実物資産の削減と対応していた。

---

<sup>13</sup> ただし、概念の定義や調査対象のサンプルの違いなどから、同じ非金融法人の貯蓄投資差額でも、内閣府『国民経済計算』に基づく図1-2と財務省『法人企業統計』に基づく図1-3や図1-4では、多少の差異が生じる。

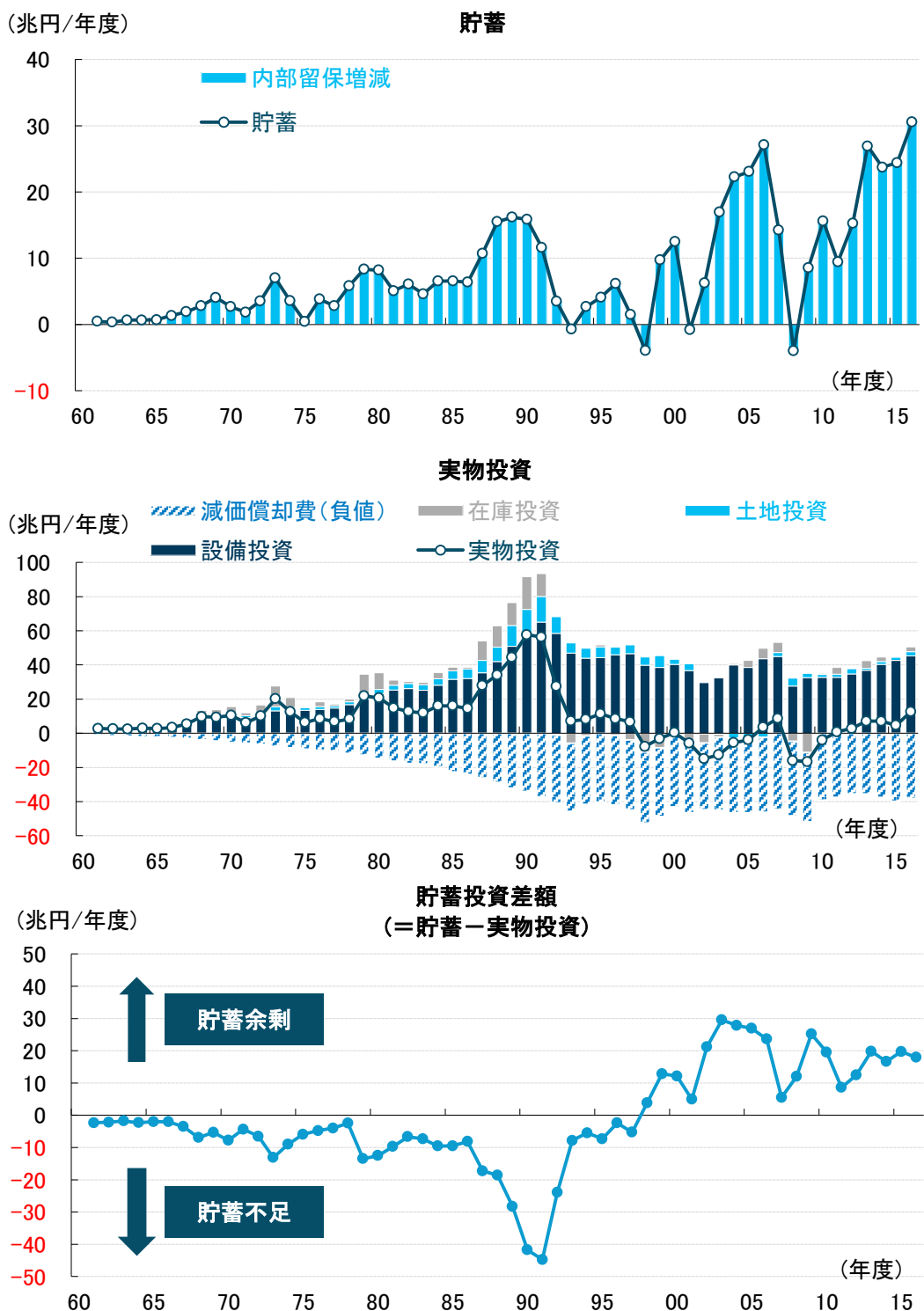


図 1-3 非金融法人の資金過不足



(注) 1. 資金運用 = 元預金 + 株式 + 企業間信用 (与信) + その他 (債券など)  
 企業間信用 (与信) = 受取手形 + 売掛金 + その他流動資産 + その他固定資産  
 2. 資金調達 = 借入金 + 社債発行 + 企業間信用 (受信) + 拠出資本  
 企業間信用 (受信) = 支払手形 + 買掛金 + その他流動負債 + その他固定負債  
 (出所) 財務省『法人企業統計』より作成。

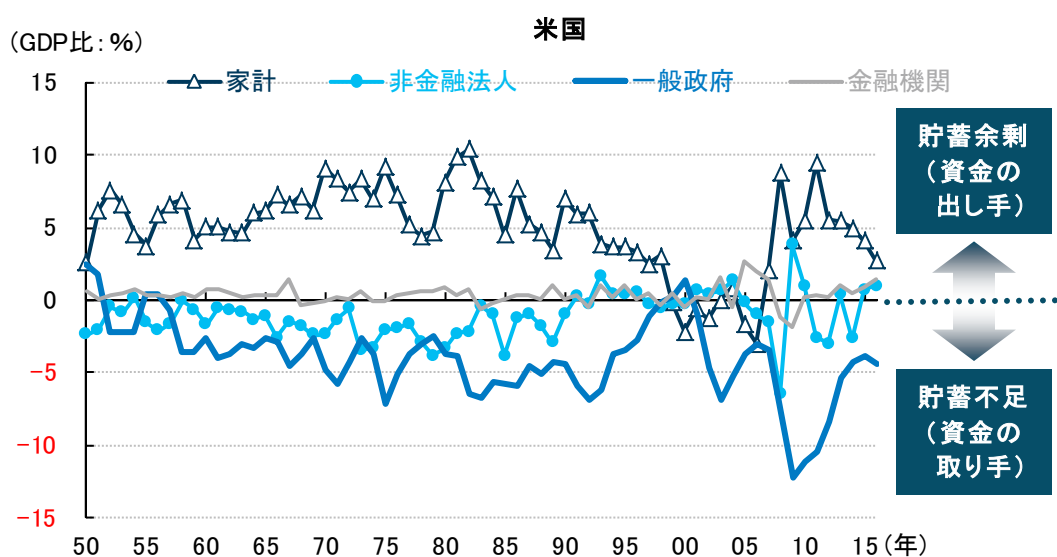
図 1-4 非金融法人の貯蓄投資差額



(注) 1. 貯蓄＝内部留保増減  
 2. 実物投資＝総固定資本形成－固定資本減耗  
 総固定資本形成＝設備投資（ソフトウェア、無形固定資産を含む）＋土地投資＋在庫投資  
 固定資本減耗＝減価償却費  
 (出所) 財務省『法人企業統計』より作成。

なお非金融法人が貯蓄不足主体（資金の取り手）としての位置づけを下げる構図は、日本のみで見られるわけではない。例えば米国では、日本に先駆けて 1990 年代前半以降、非金融法人の貯蓄投資差額がマイナス（貯蓄不足）からプラス（貯蓄余剰）に転じる事態が散見されている（図 1-5）。あるいはユーロ圏でも、ドイツを中心に非金融法人の貯蓄投資差額がプラスに転じている（図 1-6）それでも継続的に、しかも年間 GDP 比 5%程度という大きな規模で貯蓄超過にあるのは、日本の非金融法人である。

図 1-5 制度部門別に見る貯蓄投資差額（米国）

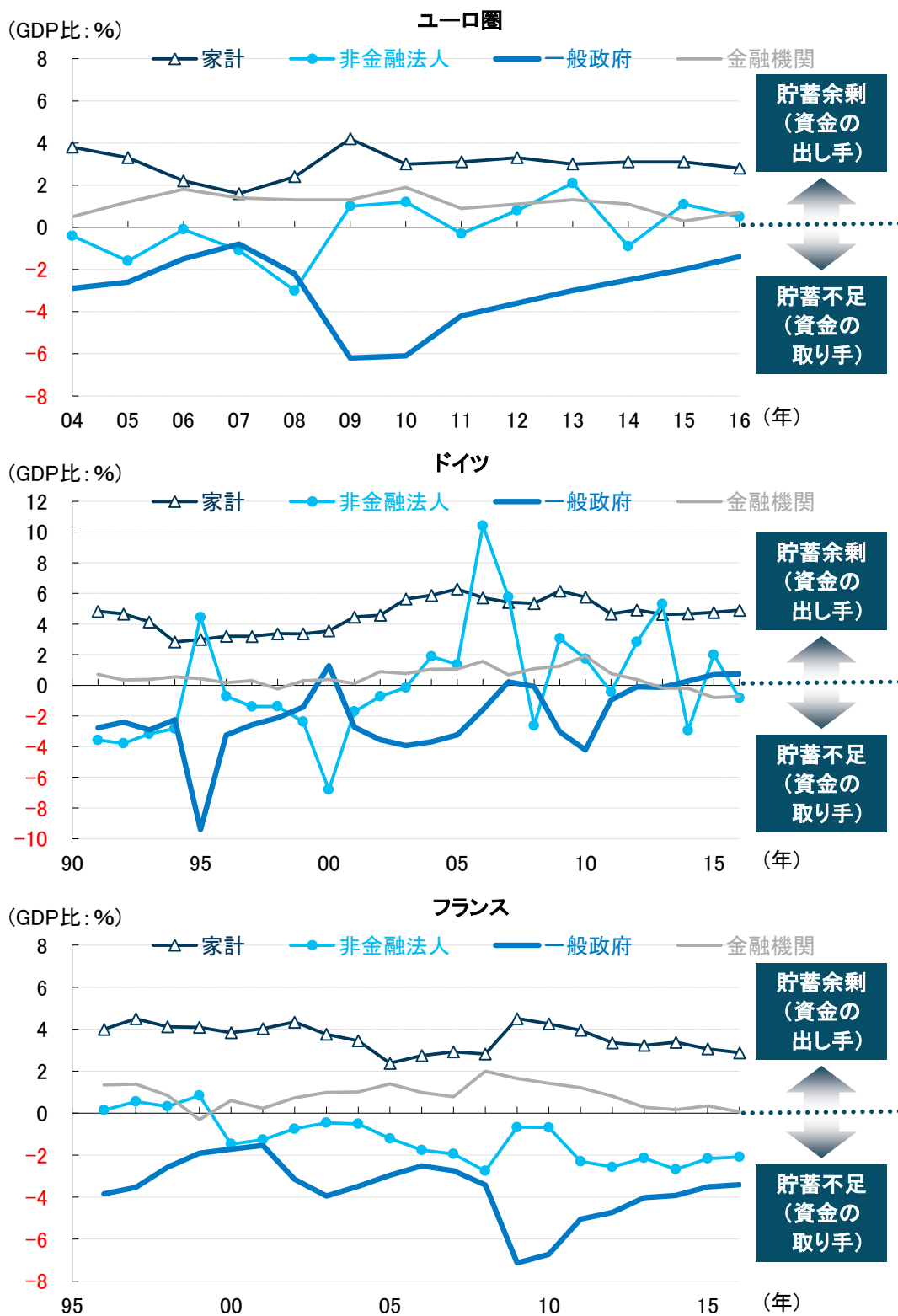


(注) 一般政府は中央政府、地方政府、社会保障基金からなる。

(出所) Federal Reserve Board “Financial Accounts of the United States”より作成。

以上から、1990 年代後半以降、日本の非金融法人は、実体経済面では貯蓄つまり内部留保を一定程度、確保しながら実物投資を抑制すること、また金融面では負債や拠出資本など資金調達を圧縮することを重視した。ここに企業経営が規模（資金調達と実物資産の両建ての増加を通じたバランスシートの拡大）から効率（資金調達の圧縮と貯蓄の確保を通じた収益性の向上）へと舵を切った様子を見て取れる。その結果、非金融法人の貯蓄投資差額は 1990 年代後半にプラス、すなわち貯蓄余剰（資金の出し手）に移行した。しかも GDP 比つまり経済規模との比較で見ると、日本の非金融法人の貯蓄余剰幅は主要先進国の中でも群を抜いている。こうした環境下、資金コストである金利の調節を主軸とする伝統的金融政策が企業活動を刺激する経路は、逸早く日本で狭まった。

図 1-6 制度部門別に見る貯蓄投資差額（ユーロ圏）



(注) 一般政府は中央政府、地方政府、社会保障基金からなる。

(出所) Eurostat “National Accounts”, Deutsche Bundesbank “Financial Accounts for Germany”, Banque de France “Financial Accounts”より作成。

では、企業経営が規模から効率へと舵を切るに至った背景は何であったのか。貯蓄投資差額に注目することで、非金融法人が貯蓄余剰に転じたことが伝統的金融政策の効力を弱めた大きな要因であると推論したが、なぜ企業経営が効率へと舵を切ったのかに答える必要がある。

### 1.3. 雇用と金融で描く企業ガバナンスの変化

1990年代に企業経営の要諦が規模から効率へと移行した姿を再度、図1-3と図1-4に基づいて表現すれば、それは資金運用（金融資産の増減）、資金調達（負債および拠出資本の増減）、貯蓄（利益を背景とする内部留保の増減）、実物投資（実物資産の増減）のうち、貯蓄が最優先される状態への移行、となろう。すなわち利益の創出こそが企業行動の軸となった。

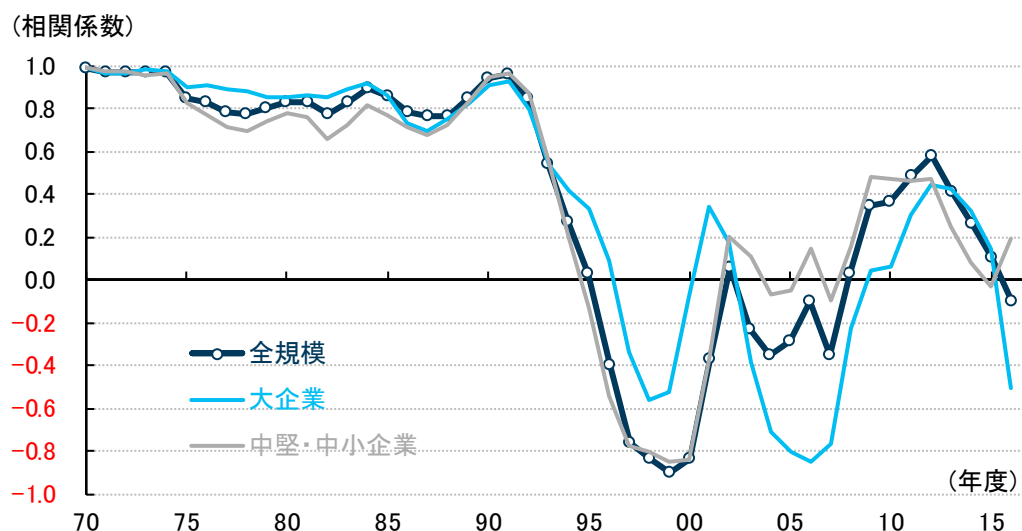
しかし、バブル崩壊が、円高の進行やグローバル競争の激化と折り重なったことで、売上高を伸ばすことは容易ではなかった。売上高が伸び悩む中では、利益創出にはコストの削減が避けられない。従業員や役員の給与などの人件費が販売及び一般管理費の6割ほどを占めることを踏まえると、コスト削減に当たって人件費を聖域扱いすることは難しかった。これは利益と人件費を両建てで確保することの限界を意味した。実際、営業利益と人件費の間には1990年代初頭まで非常に強い正の相関（相関係数は0.8~1.0）が安定して見られたが、1990年代半ば頃からそのような相関は低下し、むしろ逆相関になることさえ珍しくなくなった（図1-7）。しかも、こうした現象は大企業に限らず、中堅・中小企業でも見られた。まさに財務構造の「相転移」(phase transition)とも呼ぶべき事象である<sup>14</sup>。

ただし、利益と人件費の関係が無相関あるいは逆相関になるほど企業が効率を重視するに至った背景を、国際競争の激化や円高の進行などのマクロ要因のみで説明することは難しい。なぜならば、人件費を含むコストの削減は、結局は個々の企業によるミクロレベルでの意思決定に左右されるからである。したがって企業が効率重視姿勢を強めた背景を探るには、企業の意思決定を規定する構造すなわち企業ガバナンスに目を向ける必要がある。その際、①株主構成のグローバル化、②与信における担保依存度の低下の2点がポイント

<sup>14</sup> 相転移とは熱力学などで用いられる概念であり、「相変態」(phase transformation)とも呼ばれる。相はある特徴を持った系の安定した状態の集合と定義される。相がある状態から他の状態へと不連続に変化し、その変化後の状態が新たな安定となることを相転移という。例えば、物質の状態が気体、液体、固体の間で変わることは相転移である。日本経済がデフレ均衡から一定の物価上昇を伴う新たな均衡に移ることができるかを問う際に、相転移という表現が使われる機会が増えている。岩村（2016）、200頁を参照。

となる。またこれらはそれぞれ直接金融、間接金融における変化と言い換えることもできる。

図 1-7 営業利益と人件費の相関



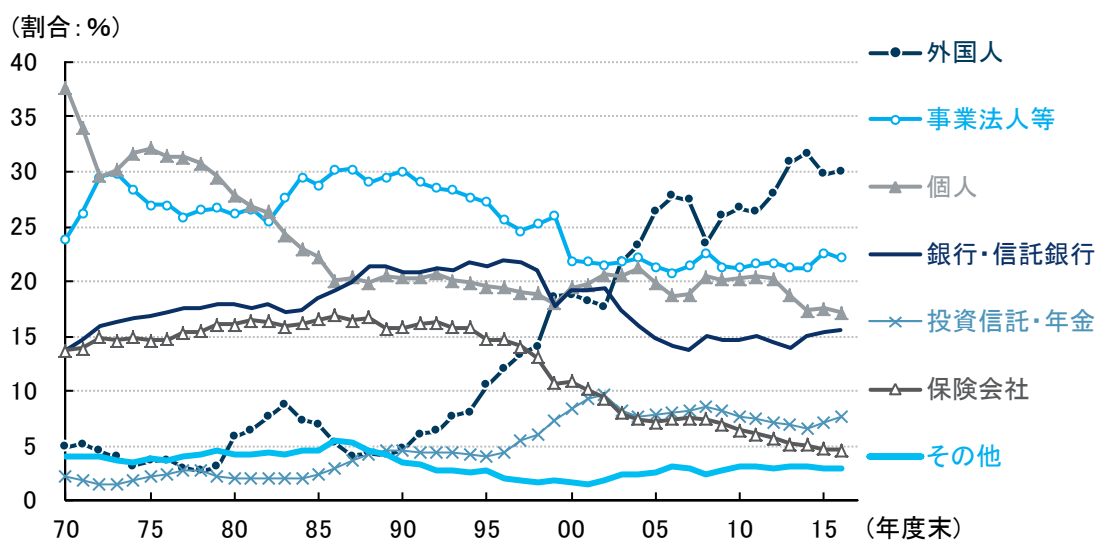
(注) 1. 年度データに基づく10年ローリング相関。  
 2. 「大企業」は資本金10億円以上、「中堅・中小企業」はその他の企業と定義。  
 3. ここでの人件費には従業員給与、役員給与、福利厚生費が含まれる。  
 (出所) 財務省『法人企業統計』より作成。

1点目の株主構成のグローバル化は、1990年代以降に見られた外国人株式保有比率の急上昇を指す。上場企業を対象とした調査によると、1980年代後半には事業法人等と銀行・信託銀行の株式保有比率（株式数ではなく金額に基づく割合）がそれぞれ30%弱、20%強であった（図1-8）。つまり両方で株式時価総額のほぼ半分を保有していたことになる。このように1980年代後半にかけては企業と銀行が株式を互いに保有するいわゆる「株式持合い」（cross shareholding）が見られた。ところが1990年代に入ると事態は一変する。1980年代には5~8%に過ぎなかった外国人株式保有比率が1990年代に上昇し始め、2003年度には22%と、主体別では最大の株式保有者となった。2016年度末には、その比率は30%へとさらに上昇した。

こうした株主分布構造の変化が企業ガバナンスにもたらす影響を考える際、「発言」（voice）と「退出」（exit）をキーワードとすることができる<sup>15</sup>。株主にとっての「発言」

<sup>15</sup> アルバート・ハーシュマン（Albert O. Hirschman, 1915-2012）はHirschman (1970)で、社会には「発言」（voice）と「退出」（exit）という二つの基本的な調整メカニズムがあるという見方

図 1-8 投資部門別に見る株式保有者の構成



(注) 1. 調査対象は東京、名古屋、福岡、札幌の各証券取引所。割合は株式数ではなく市場価格に基づく。  
 2. 「銀行・信託銀行」には投資信託・年金を除く。  
 3. 「保険会社」には生命保険、損害保険を含む。  
 4. 「その他」には政府、地方公共団体などを含む。  
 (出所) 日本取引所グループ『株式分布状況調査』より作成。

とは株主総会で議決権を行使し、企業経営に影響を与えることである。また「退出」とは株式を売却し、株主としての地位を放棄することである。企業経営者が自社の株価を重視するのであれば、「退出」が株価を押し下げること、結果的に企業経営に規律をもたらす効果が期待できる。1980年代まで続いた株式持合いは、「発言」も「退出」もしない安定株主を作り出すことで、企業経営に対する外部からの圧力や乗っ取りなどの脅威を事前に排除する仕組みであった。当時はこれが企業経営の安定化に寄与した側面もあろう。ところが、外国人など市場型株主<sup>16</sup>の位置づけが高まる中、「発言」する株主が増えた。同時に、「発言」する株主の株式保有比率が高まるほど、「退出」という選択肢が現実的な脅威となり<sup>17</sup>、保有株式を売却したときに株価が下落するリスクを経営者は無視できなくなる。

を提起した。ここではその考え方を株主の行動に応用している。なお同著の旧約である三浦訳(1975)では“voice”が「告発」と訳されている。しかし、ハーシュマンの意図する voice の訳語としてはやや強すぎると考え、本文では新訳である矢野訳(2005)に倣って「発言」と訳している。

<sup>16</sup> 株価など市場環境の変化に応じて短期的な株式の売買をする傾向が強い株主を、ここでは市場型株主と呼ぶこととする。

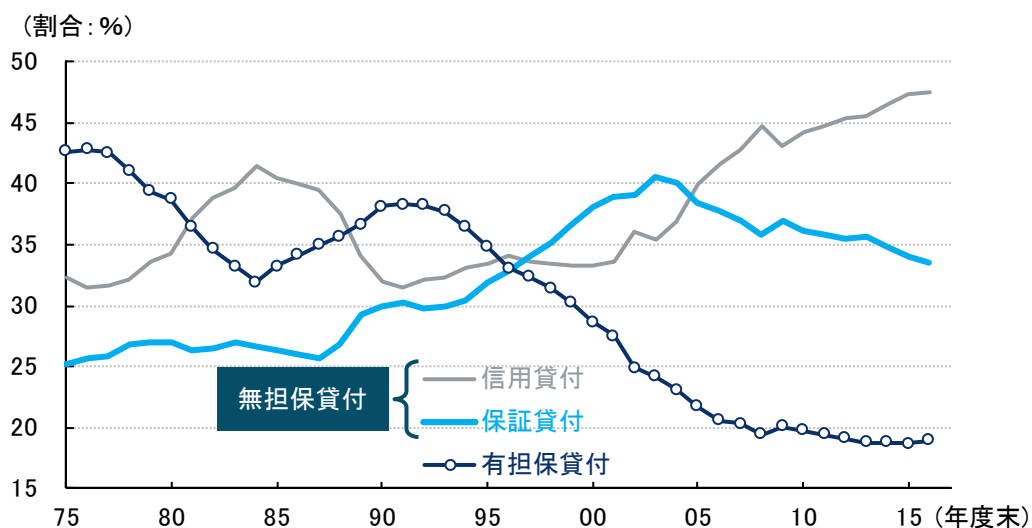
<sup>17</sup> ここでの「現実的な脅威」とは、ゲーム理論における“credible threat”に相当する表現である。株主がどれだけ企業経営者に圧力をかけたところで、その圧力が信頼性あるいは信憑性を欠くものである場合、企業経営を変えるきっかけにはならないであろう。ゲーム理論の表現を使えば、

そのため「発言」を無視することも一層、難しくなる。このように外国人を中心として「発言」する株主が増えたことで、利益確保のためには人件費も調整対象にするという意思決定が1990年代以降の企業に促されたと考えられる。

しかし、株主構成の変化が上場企業など主に大企業の意思決定に影響するとしても、多くが非上場である中堅・中小企業の意味決定を直接的に左右するとは考えにくい。ところが既述の通り、利益と人件費の関連の変化は大企業だけでなく、中堅・中小企業でも見られた。したがって中堅・中小企業における変化を説明する上では、株主構成のグローバル化という視点だけでは不十分である。

そこで浮上するのが、2つ目の視点として挙げた与信における担保依存度の低下である。不動産・団体抵当貸付、有価証券担保貸付、その他担保貸付を有担保貸付と定義すると、国内銀行の貸付残高に占める有担保貸付の割合は1980年代には35%前後あった(図1-9)。ところがバブル崩壊後の1990年代に低下し始め、2010年度以降は20%を下回っている。一方で、信用貸付や保証貸付といった無担保貸付の割合が上昇した。特に信用貸付は今や貸付残高全体の半分近くを占める。

図 1-9 担保別に見る国内銀行貸付残高の構成



(注) 「有担保貸付」には不動産・財団抵当貸付、有価証券担保貸付、その他担保貸付が含まれる。  
 (出所) 日本銀行『国内銀行担保別貸付残高』より作成。

株主による非現実的な脅威ないし圧力は、展開型ゲームにおける「部分ゲーム完全均衡」(subgame perfect equilibrium) ではない。ゲーム理論における非現実的あるいは信頼性を欠く脅威の扱いについては神取 (2014)、368-374 頁を参照。



与信の担保依存度が低下するという事は、借り手に対する事前、中間、事後のモニタリング<sup>18</sup>が厳しくなると同時に、債務返済財源としてのキャッシュ・フロー（内部留保と減価償却費）の創出力が借り手に対してより強く求められることを意味する。このような与信環境の変化は、大企業のみでなく、銀行などからの借り入れ依存度が高い中堅・中小企業の意味決定にも影響した。この間接金融における変化が、1点目に挙げた株主構成のグローバル化、つまり直接金融における変化と相俟って、企業ガバナンスの変化、利益（貯蓄）の優先的確保ひいては非金融法人の貯蓄余剰への転化を促したと考えられる。その延長線上で、資金調達コストに働きかける伝統的金融政策の効力が低下した。

ただし、なお疑問が残る。なぜ非金融法人の貯蓄余剰主体への転化は1990年代より前には起きなかったのであろうか。あるいは、なぜ1990年代より前の日本企業のガバナンスにおいては、株主が当然の権利である共益権<sup>19</sup>の行使を通じて、企業に人件費の抑制を伴う利益重視の経営や貯蓄不足幅の縮小（過剰な設備投資の抑制）を強く求めなかったのであろうか。この点を明らかにしないと、なぜ伝統的から非伝統的への金融政策の展開が1990年代に入ってから起きたのかが見えてこない。

実は1990年代より前に見られた日本経済の構造には、太平洋戦争（1941年12月～1945年8月）に至る戦時体制下で導入された各種の法令や制度に端を発するものが多い<sup>20</sup>。このように人為的に作り上げられた戦後の日本経済のあり方を、野口（1995）は「1940年体制」と総称する<sup>21</sup>。次節では、時計の針を戦時体制下の日本まで巻き戻して、当時の金融システムや雇用システムがどのように築かれたのかを法令や制度に基づいて振り返り、その後、1990年代に至る歴史的変遷を辿ることとする。そこから企業ガバナンスの変化、貯蓄投資差額の変化ひいては1990年代における伝統的から非伝統的への金融政策の展開

<sup>18</sup> 青木・奥野編（1996）は、「事前モニタリング」を投資プロジェクトに対して資金を提供する前に投資プロジェクトの収益性を評価すること、「中間モニタリング」を投資プロジェクトに対して資金が提供された後に経営状況やその他全般の企業活動、特に投資資金が有効に活用されているかをチェックすること、「事後モニタリング」を投資の結果としての企業の財務状況を正確に識別することとしている。このうち事前モニタリングはいわゆる「逆淘汰」あるいは「逆選択」（adverse selection）、中間モニタリングは「モラル・ハザード」（moral hazard）を回避するためのモニタリングである。青木・奥野編（1996）、227-231頁参照。

<sup>19</sup> 株主の共益権とは、権利行使の結果が株主全体の利益につながるものを指す。「株主総会における議決権」が代表例である。一方、自益権とは、株主としての権利行使の結果が当該株主本人のみに帰属するものを指す。代表的な自益権は利益の分配として配当を受け取る「利益配当請求権」である。

<sup>20</sup> 戦時体制に移行する1930年代以前の日本には、財閥など大株主を中心とした企業ガバナンスの下、流動的な労働市場と活発な直接金融が並存していた。この点については森田（2005）、169-176頁を参照。しかし、戦時体制下の法令などによって、こうした経済体制は人為的に変えられた。

<sup>21</sup> 野口（1995）、6-12頁。

の流れが見えてくる。

### 第2節 金融・雇用システムの歴史的変遷

#### 2.1. 戦時体制下の金融・雇用システム（1）：太平洋戦争以前

戦時体制下の日本で金融・雇用システムがどのように変わったかを考察するには、政府による経済への介入がどのような経緯で強まったかに着目する必要がある。金融システム面における政府の介入の強まりは、1927年（昭和2年）の昭和金融恐慌を遠因とする。そこで昭和金融恐慌に至るプロセスを簡単に振り返ることから始めよう。

戦時体制以前の日本では、財閥つまり大株主を中心とする直接金融が優勢であった。一方、間接金融の担い手である銀行は三井、三菱、住友など少数の大規模銀行と、多数の小規模銀行が乱立する二重構造にあった。大規模銀行が財閥系などの大企業と取引していたのに対して、小規模銀行は多くが特定企業と結びつきたいわゆる機関銀行<sup>22</sup>、あるいは地主が経営する高利貸しの銀行であった。中には弱小企業と投機的に結びついていた銀行も少なくなく、景気が悪化するたびに小規模銀行の破綻が後を絶たなかった<sup>23</sup>。

こうした間接金融の状況下、第1次世界大戦（1914年7月～1918年11月）を契機とした大正バブル（1915～1920年）が弾けると、日本経済はいわゆる反動恐慌（1920年）を機にデフレに陥った（図1-10）。その渦中に巻き込まれた事業会社の機関銀行と化していた小銀行に対して、全国的に取付け（bank run）が広がった。

さらにその後の関東大震災（1923年9月1日）は物理的に金融システムにダメージを与えただけではすまなかった<sup>24</sup>。震災手形<sup>25</sup>の不良債権化が明るみに出る中、同手形の決

<sup>22</sup> 中村（1993）は機関銀行について「これら小銀行は多く地方の名望家（商人、地主等）の出資経営するところであったが、彼らは自ら別の事業を経営し、銀行から融資をうけてその事業に投入する場合が多かった。銀行は彼の事業のための資金吸収機関になっていたのであって、このような銀行を機関銀行とよぶ」としている。中村（1993）、92頁参照。

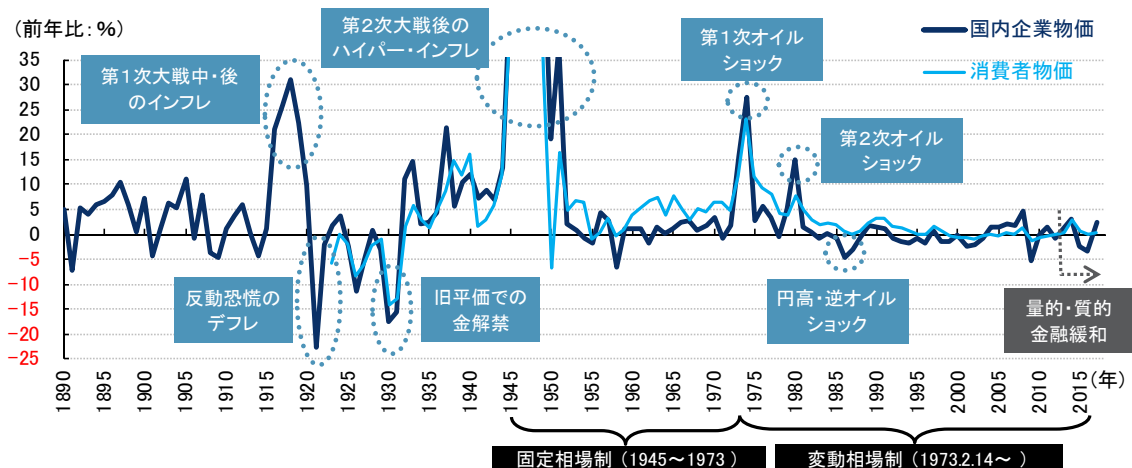
<sup>23</sup> 高橋・森垣（1993）は「機関銀行という名称で総括しうるわが国の特殊的銀行（制度）も、産業発展には大いに寄与したのであるが、（中略）その欠陥の露呈も早く、明治末年にはみずから首をしめる事態も頻発した」、「明治末年になると、すでに、こうした銀行制度は時代にそぐわなくなっている」としている。高橋・森垣（1993）、35頁参照。

<sup>24</sup> 日本銀行金融研究所（1993）によると、関東大震災の起きた9月1日、東京市内の銀行店舗のうち約8割が類焼、横浜市内の店舗もほぼ全滅した。このため全銀行が自然休業となった。同日、日本銀行以外で営業を継続していたのは大信銀行（1932年解散）の1行のみといわれる。日本銀行金融研究所（1993）、122頁参照。

<sup>25</sup> 関東大震災直後の1923年9月27日、第2次山本権兵衛内閣（当時）は「日本銀行震災手形割引損失補償令」を勅令という形で公布・施行した。同令によって、震災に関わる特定地域で振り出された手形で同月1日（震災当日）以前に銀行が割引き、かつ、決済期限が同月30日までのも

済

図 1-10 物価の長期的推移



(注) 1.1960年以前の「国内企業物価」は総合卸売物価を使用。  
 2.1945年以前の「消費者物価」は東京小売物価を使用。  
 (出所) 総務省『消費者物価指数』、日本銀行『企業物価指数』、日本銀行百年史編集委員会(1986b)より作成。

が思うように進まず、銀行に対する国民の不安は時間の経過とともに強まった。1927年1月26日、ついに第1次若槻礼次郎内閣(当時)は震災手形関係二法(震災手形善後処理法、震災手形損失補償公債法)を帝国議会(国会)に上程した<sup>26</sup>。しかし、国会での法案審議は紛糾を極め、それがかえって銀行に対する国民の疑心暗鬼を強めることとなった。

そのような過程で出たのが同内閣の片岡直温蔵相(当時)の失言である。1927年3月14日、震災手形関係二法の審議をしていた衆議院予算委員会で野党政友会の吉植議員の質問攻めにあった片岡蔵相は、つい「現に今日正午ごろにおいて(東京)渡辺銀行がとうとう破綻をいたした」<sup>27</sup>と口走ってしまった。確かに同日の東京渡辺銀行は当初、手形交換

のは、日本銀行が再割引に応じたこととなった。このような再割引の対象となった手形は「震災手形」(略して震手)と呼ばれた。震災手形の決済期限は当初、1925年9月30日とされたが、手形の不良債権化が明らかとなる中、後の法改正により、この期限は1927年9月30日まで繰り延べられた。また、同令に基づいて震災手形を再割引した日本銀行に対しては、1億円を上限として政府による損失補償が付された。

<sup>26</sup> 震災手形関係二法の内容は以下の通りである。「震災手形善後処理法」は、日本銀行震災手形割引損失補償令(本章注25を参照)に基づいて日本銀行の再割引を受けた銀行に5分利付国債を貸し付け、当該銀行は10年割賦で返済するという内容であった。銀行は政府から借り入れた国債を担保に日本銀行から特別融資を受けることができた。また「震災手形損失補償公債法」は、同令に基づく再割引で日本銀行が損失を被った場合の政府補償(1億円を限度)を5分利付国債の交付により行うという内容であった。なお、これら震災手形関係二法に基づく5分利付国債の発行額は2億700万円を上限とした。震災手形関係二法はいずれも1927年3月30日に施行された。

<sup>27</sup> 後藤(1995)、84頁。

尻が決済できない状況にあったものの、何とか資金を調達することで午後3時には交換尻を決済し、平常営業に復したところであった。しかし、この片岡蔵相の失言により、同銀行は翌15日には休業に追い込まれ、同時に、他の銀行にも取り付けが波及した。これが昭和金融恐慌の始まりである。同年4月にはついに平時で初のモラトリアム（預金の支払い停止）が実施された。これを機に、取付け騒動は鎮静化し、翌5月にはモラトリアムも解除された。

しかし、恐慌で休業に追い込まれた銀行の整理が課題として残された。そこで、休業銀行の債権・債務（一部銀行は預金債務のみ）を引き取り、その業務を継承する目的で「昭和銀行」が同年10月に設立（12月開業）された。これは日本版のブリッジバンク（承継銀行）である<sup>28</sup>。同銀行の設立を機に昭和金融恐慌は金融システム面でも一応の終息に向かった<sup>29</sup>。

昭和金融恐慌を経て、少数の大規模銀行と多数の小規模銀行が乱立する二重構造こそが当時の間接金融システムの最大の弱点である、という認識が政府内で徐々に確信へと変わった。その結果、その後の銀行関連の政策は「淘汰と合併」に主眼を置くものとなり、「銀行合同政策」と呼ばれた。同政策の具体化の第一歩が1928年1月施行の「銀行法」であった。同法の目的は預金者の保護と銀行の最低資本金の引き上げにあった<sup>30</sup>。しかも増資に当たっては銀行単独による増資を認めず、合併による資本増強のみが許された。したがって合併以外には小規模銀行に存続の道はなかった<sup>31</sup>。同法によって、昭和金融恐慌前の1925年末に1537行あった普通銀行は1930年末には782行、1935年末には466行と、ほぼ三分の一に減った（図1-11）。しかし、この時点では政府はまだ銀行の業務を法律で縛ることをなるべく避けようという方針にあった。

政府が一転して金融業に深く介入するようになったのは、戦時体制下で強権を発動できるようになった1930年代半ば以降である。その第一歩として挙げられるのが、1936年の馬場鉄一蔵相（当時）による「一県一行主義」である。馬場蔵相は1936年5月13日の衆

<sup>28</sup> 承継銀行（ブリッジバンク）とは、破綻した金融機関の救済金融機関が直ちに現れない場合に受け皿として設立される銀行である。破綻銀行の債権（貸出資産など）や債務（預金など）を引き継ぎ、業務の暫定的な維持・継続を図る。なお昭和銀行は1944年8月1日、安田銀行（1948年10月1日富士銀行に改称）に合併された。

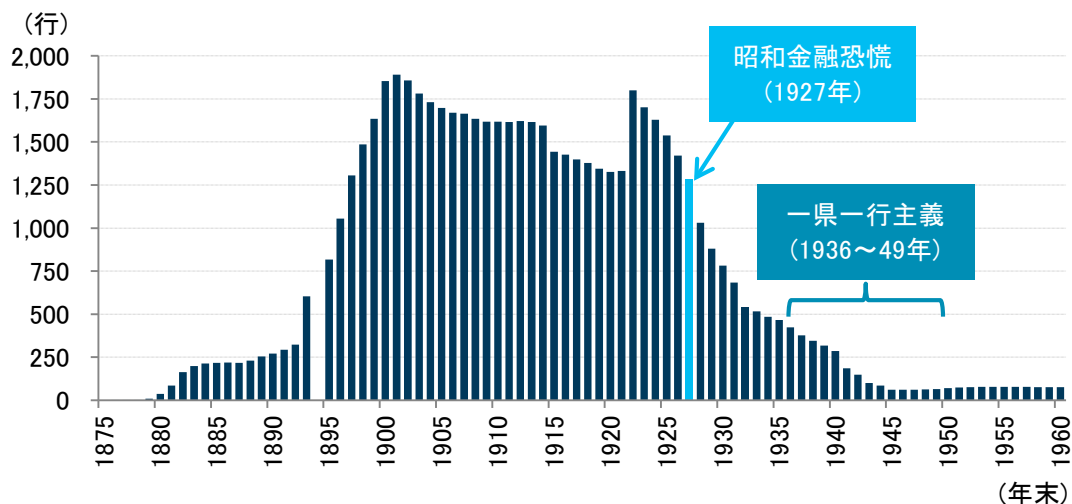
<sup>29</sup> 片岡蔵相に失言され昭和金融恐慌の発端にもなった東京渡辺銀行は、資産内容が著しく悪化していた。そのため昭和銀行の買収対象から外され、1928年（昭和3年）6月29日に破産した。

<sup>30</sup> 最低資本金は東京、大阪に本店を持つ銀行は200万円、人口1万人未満の地域の銀行は50万円、その他の銀行は100万円とされた。

<sup>31</sup> 池尾（2006）、51-52頁参照。

議院予算委員会において、普通銀行は一県一行あるいは一県二行が適当と述べた。同時に、

図 1-11 普通銀行の数



(注) 1. 最初に設立された普通銀行は 1876 年（明治 9 年）の三井銀行である。したがってその前年に当たる 1875 年の普通銀行の数はゼロである。  
 2. 1894 年（明治 27 年）のデータは欠損。  
 (出所) 後藤（1970）、53-61 頁に基づいて作成。

金融機関に対して「広い意味での監督権を行使する必要がある」と表明し、政府による介入姿勢を明確にした。実際、1935 年末には 466 行あった普通銀行の数は 1940 年末には 286 行、1945 年末には 61 行にまで減ることになる。銀行数を減らそうという一県一行主義の精神自体は、戦時体制に入る前から存在した。しかし、それを市場機能ではなく政府介入によって人為的に強行する姿勢を政府が明確にしたという意味で、戦時体制という時代性は、当時の金融システムを考える上で重要な要素であった。

1937 年 7 月になると日中戦争が始まった。この頃には、戦争を単なる軍事力ではなく、経済も含めた総合力で遂行するという考えが政府内に広まり、経済システム全体を戦争遂行の目的に合致させようとする姿勢が固まった。こうした中、政府の政策も一段と経済統制色の濃いものとなった。例えば、金融面で政府による統制を一層、色濃く反映した政策の嚆矢となったのは同年 9 月の「臨時資金調整法」である。同法によって、平和産業における投資を抑え、軍需産業の育成を図るため、金融機関による 10 万円以上の設備資金<sup>32</sup>の貸付けには政府の許可が必要となった。これは、銀行の融資先の優先度を政府が事実上、決めることを意味した。

<sup>32</sup> 運転資金は除く。

その後、1938年4月には「国家総動員法」が公布され、翌5月に施行された。これは国家の資源と労働力の全てを戦争のために動員する統制権限を政府に委任する授權立法であり、1933年のナチス・ドイツによる授權法を参考に作られた。同法に基づいて、その後、多くの勅令が金融システムや雇用システムの統制を目的として発令された。

金融面では1939年4月、企業による配当を規制するため「会社利益配当及資金融通令」が国家総動員法に基づいて発令された。ここに政府の介入によって株式市場の活力を人為的に削ごうとする政策が動き始めた。

また雇用面では同年8月、「賃金統制令」、「工場事業場技能者養成令」、「従業員雇入制限令」が国家総動員法に基づいて相次いで発令された。「賃金統制令」は初任給を公定にすると同時に、同年9月から賃上げを原則認めないとした。ただし、その例外として、従業員全員を対象にして一斉に昇給させる場合には賃上げが許可された。ここに戦後定着した定期昇給制度の萌芽が見られる。また「工場事業場技能者養成令」は、厚生大臣（現厚生労働大臣）が指定する事業に属し、16歳以上の男性労働者を常時200人以上使用する事業所に対して、厚生大臣が一定数の熟練工の養成を命令することができるというものであった。これによって、各事業所で必要となる技能を幅広く身につけた多能工を養成することが事業所に義務付けられ、後に企業特殊技能の育成の尊重を促すことになった。さらに多能工養成のインセンティブを事業所側に付与するために発令されたのが「従業員雇入制限令」であった。同令は労働者の移動を統制することを目的として、厚生大臣が指定する職種の労働者のうち、年齢15歳以上50歳未満の男性で、他の雇用者に3ヶ月以上雇われていた者、あるいは3ヶ月以上雇用された後、雇用を終了して6ヶ月以内の者については、新たに雇用する場合に職業紹介所長の認可を要するとした。これは、せっかく育てた優秀な労働者を他社に引き抜かれては多能工養成のインセンティブが事業所側に根付きにくいことに配慮した勅令である。これら3つの勅令を受けて、戦時体制以前の日本経済に見られた流動性の高い労働市場は影を潜めることとなった。

本章第1節で株主の行動を描いた際、ハーシュマンの「発言」と「退出」という視点を応用したが、労働者の移動規制についても同様の見方が可能である。すなわち、労働者の移動規制は労働者から「退出」の機会を奪うことを意味する。この場合、労働者の不満が企業内に鬱積しかねない。したがって、いかに労働者に「発言」の機会を与えるかが問題となる。この点で重要となるのが、次に見る第2次近衛文麿内閣（当時）である。なぜならば同内閣の政策の要諦は、「発言」の機会を株主から企業内部すなわち内部昇進取締役や

労働者に移すことにあったからである。それに伴って、企業ガバナンスのあり方も大きく変わった。

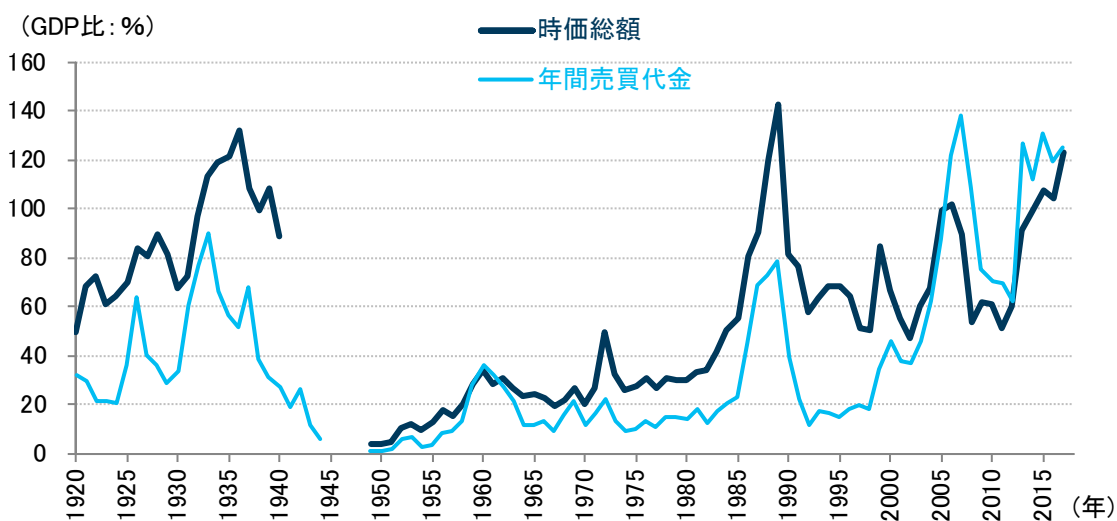
その第2次近衛内閣が1940年7月に発足すると、経済に対する国の介入姿勢はさらに強まった。同内閣が同年8月に発表した「基本国策要綱」は、官民協力による計画経済の遂行を謳うなど、経済統制色を一層強める内容であった。また、同内閣は企業の利潤拡大動機を是とせず、その背景にある株主の権限の強さを下げる必要があると考えた。そのような政策姿勢を具体化したのが1940年10月の「会社経理統制令」である。これは先の「会社利益配当及資金融通令」（会社経理統制令の発令に伴って廃止）よりも配当規制（株主の自益権に対する統制）を強め、かつ株主側の取締役の力を抑制（株主の共益権に対する統制）するなど、株主の権限を自益権、共益権ともに制限する内容であった。これは戦時体制以前に見られた所有と経営の株主への集中を否定することで、企業のガバナンス機能を内部化（内部昇進役員の増加）し、所有（株主）と経営（経営者）を分離させるものであった。これは株主から「発言」の機会を奪うことを意味した。さらに1941年8月に「株式価格統制令」が発せされると、その後の株式市場は事実上、機能停止に追い込まれていた。実際、現在の東京証券取引所の前身に当たる東京株式取引所<sup>33</sup>の年間株式売買代金は1930年代半ばにはGDP比60%を超えることもあったが、株主の権限に対する制約が強められた1940年代前半には同10%程度と著しく低下した（図1-12）。これに歩調を合わせて、企業の配当性向も1940年代に急低下し、同年代後半には配当停止に近い状態であった（図1-13）。

また雇用面では1940年11月、労働者の戦争への動員、軍需産業増強、労使協調などを目的とした「産業報国会」の全国連合体として「大日本産業報国会」が創立された。これを機に、企業は従業員の共同体的性格をますます強め、長期雇用（いわゆる終身雇用）が定着する制度的土壌が築かれた。これが先の「従業員雇入制限令」によって労働移動すなわち「退出」の機会を失った労働者に与えられた「発言」の機会である。なおそれ以前に存在した労働組合は、大日本産業報国会の創立を機に解体が進められた。

---

<sup>33</sup> 日本初の公的な証券取引機関として1878年6月開業。1943年6月、戦時統制機関への改編の一環として「日本証券取引所」に統合される形で解散。ただし日本証券取引所も1947年4月に解散。

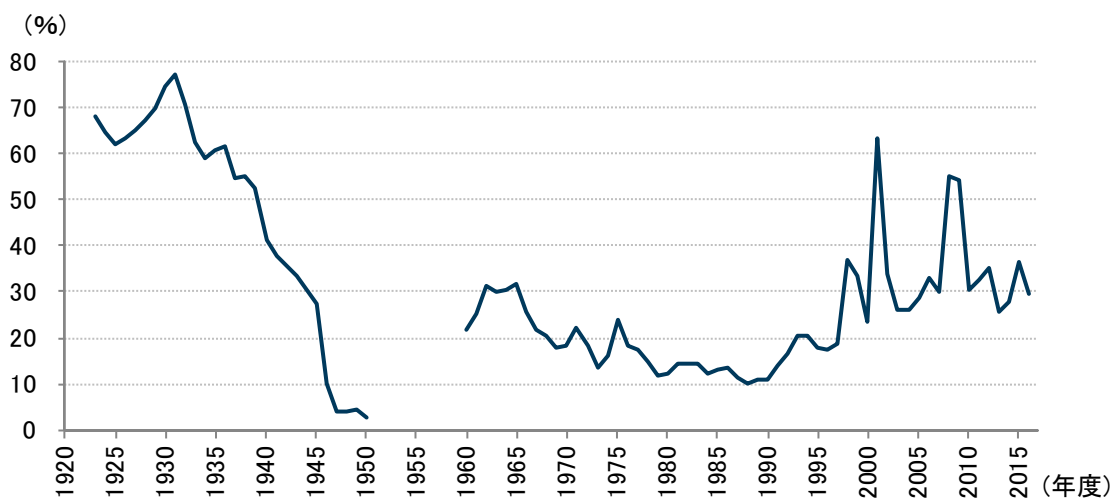
図 1-12 株式市場の長期的推移



(注) 1949年以降は東京証券取引所1部、それ以前は東京株式取引所を対象としている。ただし時価総額については1941～48年、年間売買代金については1946～48年、GDPについては1945年が欠損。

(出所) 内閣府『国民経済計算』、日本統計協会編(2007)、日本取引所グループ <<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/misc/>> (参照日: 2017年10月5日) より作成。

図 1-13 配当性向の長期的推移



(注) ここでの配当性向は配当金÷税引前当期純利益。1951～59年度のデータは欠損。

(出所) 日本統計協会編(2007)、財務省『法人企業統計』より作成。



## 2.2. 戦時体制下の金融・雇用システム(2)：太平洋戦争とその後

1941年12月、東条英機内閣(当時)が米・英両国に宣戦布告し太平洋戦争が始まると、政府による金融統制はさらなる法令を生み出した。1942年5月の「金融事業整備令」により一県一行主義の徹底が図られ、金融機関の整理が進んだ。これによって多数の銀行が存在することの非効率性は相当に是正されていったが、同時に、銀行数の減少は政府による銀行業のコントロールの容易化と強化という効果も有した<sup>34</sup>。また、同年4月の「金融統制団体令」に基づいて、5月に既存の「全国金融協議会」を解散して新たに「全国金融統制会」が日本銀行を中心に設立された。これにより戦時体制の下、銀行貸出が全国的に統制されることとなった。加えて、この1942年2月には日本銀行法(いわゆる旧日本銀行法)が公布された。同法によって日本は名実ともに管理通貨制度に移行したわけだが<sup>35</sup>、戦時体制下で作られたこの法律は政府統制色の濃いものであった。つまり市中銀行だけでなく、中央銀行である日本銀行も政府統制下に置かれることとなった。

さらに政府は銀行貸出への介入に止まらず、企業経営と株主の分離もより強力に推し進めた。1943年10月の「軍需会社法」により、軍需会社に指定された企業では、経営者の1人が政府によって「生産責任者」に任命され、企業経営に当たることになった。これにより、生産責任者は株主総会からの制約を受けずに経営を行うことができるようになり、所有と経営の分離が一段と進んだ。

政府が企業経営を株主のコントロール外に置く一方、銀行貸出の優先順位を決める権限を得た結果、政府介入を通じて企業経営と銀行が近づくことになった。こうした中、企業経営と銀行の接近を制度面からさらに推し進めるきっかけとなったのが、1944年1月の「軍需融資指定金融機関制度」である。「一社一行主義」の下、同制度によって、軍需会社に指定金融機関が幹事行として割り当てられ、その他の金融機関、政府、日本銀行が協力するという仕組みが完成した。上述した1942年5月の「全国金融統制会」との違いは、金融統制会では共同融資に参加した各銀行があくまで自行で貸し付けていたのに対して、この軍需融資指定金融機関制度の下では、同じ共同融資でも明示的に指定された幹事行が融資団を取りまとめて借り手企業と接した。しかし、同制度の実態は政府介入による無担

<sup>34</sup> 加藤・秋谷編(2000)は、当時の政府は一県一行主義を徹底することで、一経済地域の中核銀行の設立に加えて、金融統制の強化を目指したとする。加藤・秋谷編(2000)、191頁を参照。

<sup>35</sup> 旧日本銀行法によって法律上、管理通貨制度が採用されたわけだが、1932年7月の兌換銀行券条例中改正法律の施行により、実態的には管理通貨制度に移行していたとされる。詳細は第4章注84を参照。

保・無審査の命令融資であった。

重要なことに、一社一行主義に立脚した同制度はその後のメインバンク制の端緒となった。例えば、この制度によって味の素株式会社（当時は大日本化学工業）には三菱銀行（現三菱UFJ銀行）が割り当てられた<sup>36</sup>。当時の同社は負債比率（負債の自己資本に対する比率）が非常に低く、そもそも銀行を必要としていなかった。ところが同制度で同社と三菱銀行の取引が始まると、1962年には三菱銀行は同社の最大の債権者、1972年には最大債権者かつ有力株主となった。このようにメインバンク制の始まりとなる軍需融資指定金融機関制度の下での貸出が、政府介入による事実上の無審査融資であったところに、銀行のモニタリング能力の行く末、ひいては1980年代以降のバブルの生成と崩壊を垣間見る思いがする。

1945年8月、日本は終戦を迎える。同年11月、日本政府が作成した「持ち株会社の解散に関する覚書」に基づいて、連合国最高司令官総司令部（GHQ: General Headquarters）は財閥解体を指令した。これが1947年11月の「過度経済力集中排除法」の施行につながった。この法律は独占的支配力を持つ企業の分割を意図したものであったが、重要なポイントは銀行がこの法律の対象となることを逃れたことである。同法によって銀行が受けた影響といえば、①帝国銀行が（新）帝国銀行と第一銀行に分離されたこと、②五大財閥銀行（松井、三菱、住友、安田、第一）が行名変更を迫られたことに止まった<sup>37</sup>。しかしこれとて、そもそも帝国銀行が1943年3月に第一銀行と三井銀行が合併してできた銀行であることを考慮すると、銀行解体というよりも戦時下で強引になされた合併の解消に近い。このように銀行が解体を逃れたことが、戦後、直接金融ではなく間接金融中心の金融システムが根付く重要な契機となった<sup>38</sup>。

1947年12月には、その後の間接金融のあり方を考える上で重要な法律がもう一つ施行された。「臨時金利調整法」である。この法律により預金金利と1年未満の短期貸出金利が規制されることとなった。これは、企業の資金需要を冷やし、その後の経済成長を抑制しかねない金利上昇を避けるために導入された「人為的」低金利政策である。これは銀行

<sup>36</sup> ここでの味の素株式会社と三菱銀行の例は Hoshi and Kashyap (2001), p.79 による。

<sup>37</sup> 加藤・秋谷編 (2000)、245 頁。

<sup>38</sup> Hoshi and Kashyap (2001) は、銀行が過度経済力集中排除法の適用を逃れた理由として、①日本政府内部の多くが戦後の復興を主導する強い銀行の維持を望んだ、②GHQ 内部の組織である反トラスト・カルテル課 (Antitrust and Cartel Division) と金融課 (Finance Division) の官僚的縄張りの中で銀行解体に消極的であった金融課が実質的に取り仕切った、などを挙げている。Hoshi and Kashyap (2001), p.72 参照。

にとっては資金調達コスト（預金金利）の人為的抑制を意味する。確かに、貸出金利についても1年未満の短期貸出金利は同法による規制の対象となったが、歩積み（ぶづみ）・両建て預金などによって銀行には利益獲得機会が確保されていた<sup>39</sup>。

つまり、同法によって、完全競争の下では得られなかったはずの超過利潤（レント）が銀行に生じる仕組みが築かれた。その結果、同法は預金を集められるだけ集め、積極的に企業に貸付けるインセンティブを銀行に与えることとなった。ここに、戦後の日本経済において非金融法人の貯蓄不足（投資超過）が定着する金融制度面の萌芽を見てとることができる。

なお預金を集め、貸し出しを増やす上で、銀行は支店数を増やす必要があった。しかし、店舗の新設や移転は大蔵省（現財務省）の行政指導（店舗行政）の対象とされた。ここに政府が銀行経営に深く関わる、すなわち銀行のレントを政府がコントロールする構造ができあがった。

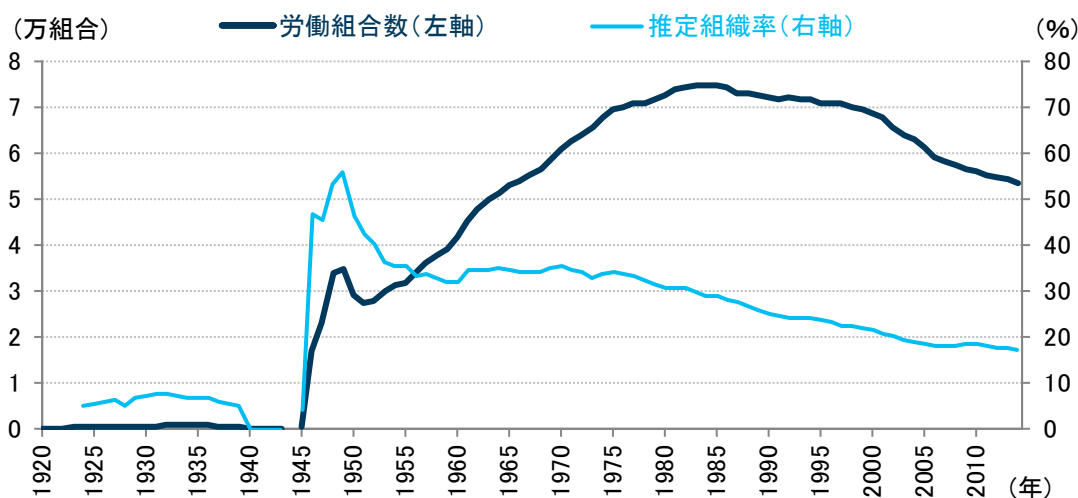
さらに銀行のレントを確保することに寄与したのが1948年5月に施行された「改正証券取引法」である。この法律により銀行と証券が分離（銀証分離）され、両者間の競争が制度的に排除された。

加えて、1949年11月には池田勇人蔵相（当時）が国会での財政演説で、適当と認められる地域には小規模銀行の設立を認める方針を明らかにした。これは1936年以降続いていた一県一行主義の事実上の終了を意味した。これの意味するところは大きい。なぜならば、非効率な銀行の淘汰が完了し、その時点で営業している銀行は経営基盤が健全であるという公的なお墨付きを事実上、与えたことになるからである。だからこそ、銀行は潰さないし競争もしないという戦後の護送船団行政が当事者間で正当化されることとなった。実際、1940年代後半以降、普通銀行の減少に歯止めがかかった（前出図1-11）。

雇用面では、戦後の1946年3月、「労働組合法」が施行され、労働組合結成の自由、団結の権利などが保障された。その結果、労働組合の数は1940年（上述した大日本産業報国会の設立年）の49から、同法施行の1946年には17,265、さらに1949年には34,688と雪だるま式に増えた（図1-14）。1940年代に株式市場や株主の機能が事実上の停止に追い込まれた一方（前出図1-12、図1-13）、労働市場では労働者の団結が急速に進むという対照的な動きを見て取ることができる。

<sup>39</sup> 「歩積み預金」とは手形割引や貸付けの一部を預金させることを指す。また「両建て預金」とは貸付けの条件として銀行が要求する預金を指す。歩積み預金、両建て預金ともに拘束預金の一種といえる。

図 1-14 労働組合の長期的推移



(注) 1. 「労働組合数」は 1944 年までは単一組合、連合加盟する組合、連合団体の合計、1945 年以降は単位労働組合。  
 2. 推定組織率は労働組合員数（1943 年以前は単一組合、連合に加盟する組合、連合団体の合計、1945～52 年は単位労働組合、1953 年以降は単一労働組合）を雇用者数で除した値。  
 3. 1944 年のデータは欠損。  
 (出所) 厚生労働省『労使関係総合調査』、日本統計協会『日本長期統計総覧』より作成。

ただし、この労働組合法は労働組合の組織形態を特に規定してはいなかった。それにも関わらず、多くの労働組合が企業別ないし事業所別の組織となった背景には 2 つの要因がある。第 1 に、戦時体制下で設置された「産業報国会」が事業所別の組織となっており、これが労働組合結成の母体となった。1941 年末における産業報国会の組織率（産業報国会組織会員の労働者総数に占める割合）は 70%と高水準にあり、企業別形態の労働組合の組成を容易にした。第 2 に、先述の「工場事業場技能者養成令」により労働者が各事業所で必要となる技能すなわち企業特殊技能を養成するシステムがすでに存在していた。そのため労働者が守るべき利益も企業別・事業所別に区分されており、労働組合が企業別・事業所別になることはむしろ自然であった。

以上が戦時体制から戦後の 1940 年代後半にかけて金融・雇用システムに影響した法令や制度の歴史的概観である。主なものを時系列でまとめると表 1-1、表 1-2 ようになる。伝統的金融政策が定着する 1980 年代に見られたいわゆる日本型経済システムの萌芽が、すでに随所に見て取れることに注意したい。

金融面では、株主の自益権・共益権を制限することで株主の力を骨抜きにした「会社経理統制令」（1940 年）、所有と経営の分離を強行した「軍需会社法」（1943 年）、メインバンク制の発端ともいえる「軍需融資指定金融機関制度」（1944 年）、銀行に規制レントをも

第1章 日本経済の構造と金融政策との親和性

表 1-1 金融・雇用システムに影響した法令・制度 (1) : 太平洋戦争以前

出来事		法律・勅令	分類(注)	主な内容
1928年	1月	銀行法	金融システム	免許制の導入。店舗増設の認可制。銀行の最低資本金(東京・大阪200万円、人口1万人未満の地域50万円、その他100万円)を設定。単独増資を認めず、合併による資本増強のみ許可。(これ以降、銀行の合併が増加。同法は1982年4月の新銀行法施行まで継続。)
1936年	5月	「1県1行主義」	金融システム	馬場蔵相(当時)、普通銀行は1県1行あるいは2行が適当と述べる。(「1県1行主義」は1949年11月まで続く。)
1937年	7月	日中戦争		
	9月	臨時資金調整法	金融システム	1937年7月に始まった日中戦争による戦時インフレ下で、経済統制が必要に。金融機関による10万円以上の設備資金の貸付には政府の許可が必要に。
1938年	4月	国家総動員法	経済・社会全般	国の資源と労働力のすべてを戦争目的のために動員する統制権限を、政府に委任した授權立法。(1933年のナチス・ドイツによる授權法を参考とした。これ以降、同法に基づいて重要な勅令が出された。)
1939年	3月	賃金統制令	雇用システム	初任給を公定。同年9月より原則、賃上げを認めない。但し、従業員全員を対象にして一斉に昇給させる場合は賃上げを認める。(これ以降、定期昇給が定着。)
		工場事業場技能者養成令	雇用システム	厚生大臣が指定する事業に属し、16歳以上の男子労働者を常時200人以上使用する事業所に対して、厚生大臣が一定数の熟練工の養成を命令することができる。養成数は各事業所の労働者のうち国民能力申告令の要申告者数に厚生大臣が定める比率(1~6%程度)を乗じた値。(これによって各事業所でその事業所で必要となる技能を幅広く身につけた多能工を養成することに。⇒企業特殊技能の育成へ)
		従業員雇入制限令	雇用システム	厚生大臣が指定する職種の労働者のうち、年齢15歳以上50歳未満の男子で、他の雇用者に3ヶ月以上雇用されていた者、あるいは3ヶ月以上雇用された後、雇用を終了し6ヶ月以内の者については、新たに雇用する場合に職業紹介所長の認可を要する。(これによって労働者の移動を統制。上記の「工場事業場技能者養成令」に基づく多能工養成のインセンティブを企業に付与。)
	4月	会社利益配当及資金融通令	金融システム	企業の配当を規制。(1940年10月の会社経理統制令の交付により廃止)
	9月	第2次世界大戦		
1940年	8月	基本国策要綱	経済・社会全般	第2次近衛内閣が発表。「官民協力による計画経済の遂行」を謳い、営業の自由や企業利潤を否定。
	10月	大政翼賛会発会		
		会社経理統制令	金融システム	配当規制をさらに強化し、株主側の取締役の力を抑制。株主の自益権、共益権を制限。役員を制限すると同時に、役員賞与を規制。(会社利益配当及資金融通令は廃止。)(これ以降、企業が従業員の共同体的性格を強め、終身雇用(長期雇用)が定着。株式市場は機能停止へ。)
	10月	銀行等資金運用令	金融システム	1937年9月の臨時資金調整法に続いて、銀行による運転資金の貸出も政府が統制。(これにより銀行に対して融資などの命令が政府から発せられるように。)
11月	大日本産業報国会	雇用システム	労働者の戦争への動員と労資協調、軍需生産増強を目的にした「産業報国会」の全国連合体として創立。それ以前の労働組合は解体。(この産業報国会を母体として、戦後、企業別労働組合が急速に広まった。)	
1941年	8月	時局共同融資団	金融システム	日本興業銀行と有力普通銀行10行により結成。
		株式価格統制令	金融システム	
	12月	太平洋戦争		

(注) 各法律・勅令が影響を与えた対象を「経済・社会全般」、「金融システム」、「雇用システム」に分類。

(出所) 加藤・秋谷(2000)、日本銀行金融研究所(1993)、日本銀行百年史編纂委員会(1986b)より作成。

表 1-2 金融・雇用システムに影響した法令・制度 (2) : 太平洋戦争以後

	出来事	法律・勅令	分類(注)	主な内容
1941年	12月	太平洋戦争		
1942年	3月	日本銀行法	金融システム	一部は同年5月より施行。「専ら国家目的ノ達成ヲ使命トシテ(同法第2条)」運営されることに。(同法は1998年4月の新日本銀行法まで継続。)
	4月	金融統制団体令	金融システム	
	5月	金融事業整備令	金融システム	「1県1行主義」(1936年5月)の徹底を図り、金融機関の整理を遂行。
		全国金融統制会	金融システム	同年4月の金融統制団体令により日本銀行を中心として設立。同年6月には時局共同融資団を吸収。(これにより、戦時体制の下、全面的に銀行貸出が統制される。)
1943年	10月	軍需会社法	金融システム	軍需会社に指定された企業は、政府によって任命された「生産責任者」によって経営されることになった。(これにより、「生産責任者」は株主総会からの制約を受けずに経営を行うことができるようになった。⇒所有と経営の分離)
1944年	1月	軍需融資指定金融機関制度	金融システム	「1社1行主義」によって軍需会社に指定金融機関が幹事銀行として割り当てられ、その他金融機関、政府、日銀が協力する仕組みが完成。実態は無担保・無審査の命令融資。(金融統制会によるシステムでは共同融資に参加した各銀行が自行で貸し付けていた。)(この時期、戦後の金融系列である興銀、富士、三和、第一勧銀などのグループが形成。メインバンク制の始まり。)
1945年	8月	終戦(日本降伏)		
	11月	財閥解体指令	経済・社会全般	GHQ、日本政府が提出した「持株会社の解散に関する覚書」に基づいて財閥解体を指令。
1946年	3月	労働組合法	雇用システム	労働組合結成の自由、団結の権利の公認。(同法自体は組合の組織形態を特に規定していなかったが、企業別労働組合が普及した。)
1947年	12月	過度経済力集中排除法	金融システム	独占的支配力のある企業は分割されることに。しかし、銀行は同法の適用を免除された。銀行に対して行われたことは、帝国銀行の新帝國銀行と第一銀行への分離、五大財閥銀行の行名変更ぐらい。
		臨時金利調整法	金融システム	金利(預金金利と1年未満の短期貸出金利)を法的に規制。(特に預金金利規制が実効性を持ち、金融機関にレントをもたらすことに。)
1948年	5月	改正証券取引法	金融システム	証券引受業務の金融機関からの分離(銀証分離)など
1949年	11月	「1県1行主義」終了	金融システム	池田蔵相、適当と認める地域には小銀行の設立を認める方針を示す。(これによって現存する銀行は適正であるという事実上の政府によるお墨付きが与えられた⇒その後の護送船団方式が正当化されることに)

(注) 各法律・勅令が影響を与えた対象を「経済・社会全般」、「金融システム」、「雇用システム」に分類。

(出所) 加藤・秋谷(2000)、日本銀行金融研究所(1993)、日本銀行百年史編纂委員会(1986b)より作成。

たらした「臨時金利調整法」(1947年)、銀行と証券間の競争を排除した「改正証券取引法」(1948年)などがとりわけ重要である。これらによって戦後金融システムについては①間接金融が中心、②銀行間や他業態との競争の排除(護送船団行政)、③規制レントに基づく預金獲得および貸出促進インセンティブの定着、④その結果としての非金融法人の貯蓄不足(投資超過)の常態化、という特徴が生み出された。

また雇用面では、定期昇給制度の発端となった「賃金統制令」(1939年)、企業特殊技能を尊重する風土を作った「工場事業場技能者養成令」(1939年)、労働者の移動を抑制し長

期雇用の定着を促した「従業員雇入制限令」(1939年)、企業別組合の急増につながった「産業報国会」と「労働組合法」(1946年)、などが重要であろう。これらによって、①年功賃金・昇進、②企業特殊技能、③長期雇用(いわゆる終身雇用)、④企業別労働組合などで特徴づけられる戦後の雇用システムの基盤が築かれた<sup>40</sup>。

さらに重要なことは、こうした金融・雇用システムがメインバンク制(軍需融資指定金融機関制度)、所有と経営の分離(軍需会社法)、内部昇進役員を中心とする企業経営(会社経理統制令)などによって特徴づけられる企業ガバナンスと制度的補完性を持ったことである<sup>41</sup>。その結果、株主主導の効率重視型企業経営とは一線を画したガバナンス構造が戦後の日本企業に定着していった。

### 2.3. メインバンクを中心とする状態依存型ガバナンス

戦時体制下の諸法令や制度によって、金融システムは間接金融中心へ、雇用システム(特に企業間に存在する外部労働市場)は固定的なものへと人為的に方向付けられた。両システムを結びつけたのがメインバンクを軸とする企業ガバナンスである。さらに1950年代に株式持合いが始まり、60年代に急速に広まると、メインバンクに安定株主としての性格も加わった。青木・奥野編(1996)は、このようなメインバンクによるガバナンスを、借り手企業の財務状況が良好なときは株主としての利益配当請求権の行使を抑制し経営に自由度を与える一方、財務状況が悪化したときには主要債権者として借り手企業の解散も含めた厳しいペナルティを課すという「状態依存型ガバナンス」(contingent governance)として描いた<sup>42</sup>。この状態依存型ガバナンスの下で、間接金融中心の金融システムと固定的な雇用システムが制度的補完性を維持した<sup>43</sup>(図1-15)。

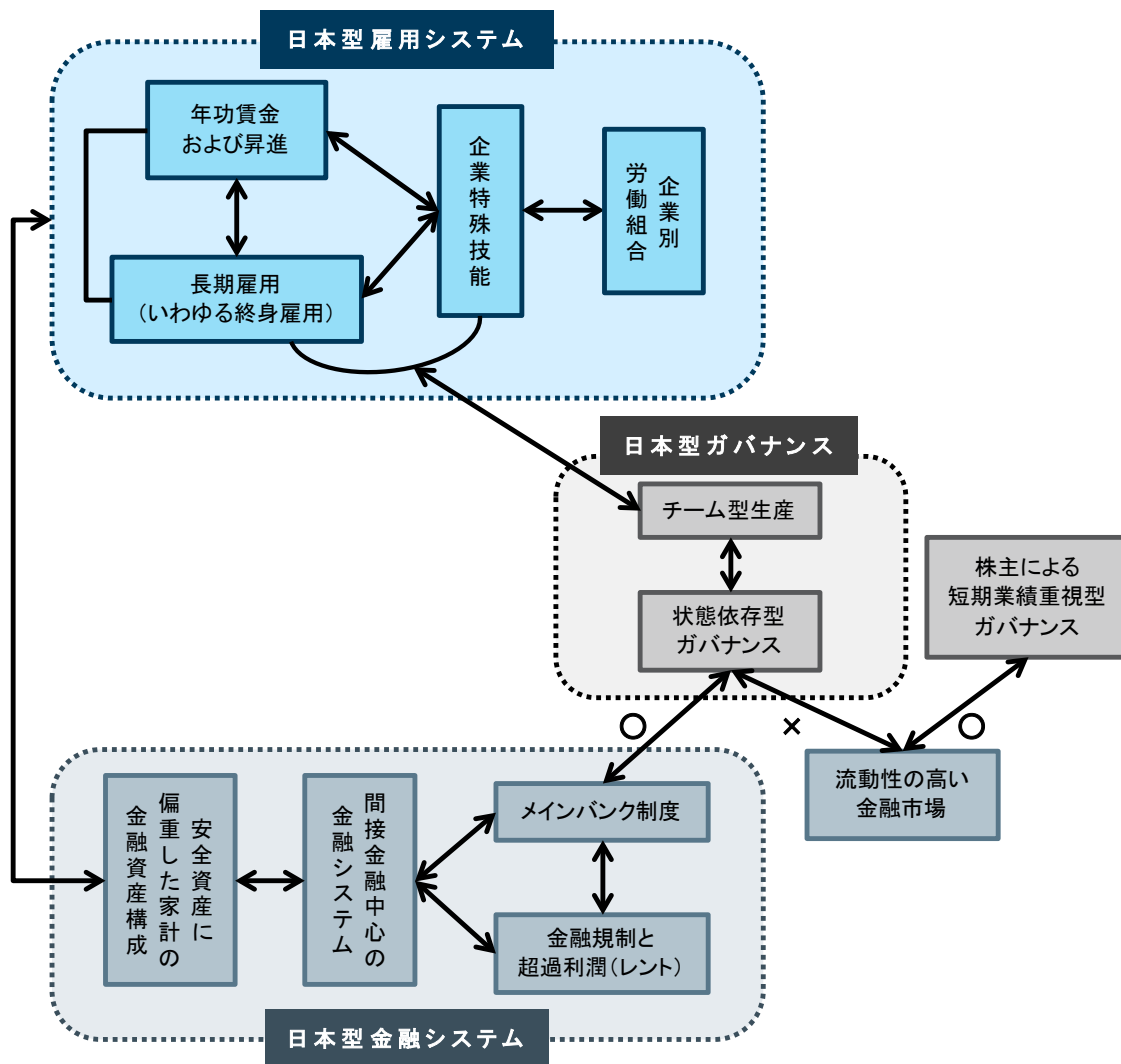
<sup>40</sup> ジェームズ・アベグレン (James C. Abegglen, 1926-2007) は1950年代半ばに来日し、Abegglen (1958) を出版した。そこでは「終身雇用」(lifetime commitment)、「年功序列賃金」(seniority-based wages)、「定期雇用」(periodic hiring)、「企業内訓練」(in-company training)、「企業別労働組合」(enterprise union) が日本的経営の特徴として挙げられている。なお日本企業の雇用について lifetime commitment (当初は「終身の関係」と訳されていたが、後に「終身雇用」という訳語が定着) という表現を最初に使ったのはアベグレンである。

<sup>41</sup> 制度的補完性とは、1つの経済システム内の様々な制度が互いに補完的であり、システム全体としての強さや安定さを生み出す状態を指す。青木・奥野編(1996)、2頁参照。このような制度的補完性を基盤として、諸々の制度は一つの「生態系」を築くことになる。

<sup>42</sup> 青木・奥野編(1996)、204-205頁。

<sup>43</sup> 制度的補完性については本章注41を参照。

図 1-15 日本型経済システムに見る制度的補完性



(出所) 森田 (2005) の図表 3-6 を出版社 (東洋経済新報社) の許諾を得た上で掲載。

ここで一つ疑問が湧こう。間接金融中心の金融システムなどを人為的に作り出した主因は戦時体制という時代性およびその下での諸法令であった。そうであれば、戦後もなぜ当時の経済システムが続いたのだろうか。重要なポイントは、GHQ による解体の対象を逃れたのが銀行だけではなくということである。官僚制度つまり行政体制についても大蔵省 (現財務省) など経済官庁がほぼ無傷で生き残った。その結果、臨時金利調整法などを背景とする護送船団行政は戦後も変わることなく続き、銀行は規制レントを享受することができた。

このレントの存在によってメインバンク中心のガバナンス構造が存続し、そのガバナン



ス構造を介して間接金融中心の金融システムと流動性の低い雇用システムが並存することとなった。一方で、株主が自益権・共益権を縦横無尽に行使して、企業に効率重視・利益優先の経営を強く求める環境は制度により排除された。こうした中、効率より規模を優先した経営が可能となり、設備投資が累増、ひいては投資超過主体（貯蓄不足主体＝資金の取り手）としての企業の立ち位置が定着した。

無論、これら経済システムがその後、何の変化も受けなかったわけではない。例えば1970年代には、2度の石油ショックと農村から都市部への人口流入の減少が折り重なった。都市部への人口流入の減少という形で安価な労働力の供給が減衰し、労働供給曲線が都市部においてスティープ化する事態は、Lewis (1954) にちなんで「ルイスの転換点」(Lewisian turning point) と呼ばれる<sup>44</sup> (図1-16)。1970年代にこのルイスの転換点を過ぎると、日本経済は高度成長から安定成長へと移行した。しかし、経済システムや企業ガバナンスのあり方に変更を迫るほどではなかった。むしろ石油ショックについては、企業別労働組合という既存の雇用システムが企業ごとの労使協調を容易にすることで、石油価格の上昇に端を発する物価の上昇が賃金上昇を経てインフレ・スパイラルに転化するのを一定程度抑えたとさえ評価できる。結局、経済システム内の諸制度において「制度的補完性」(institutional complementarity)、「戦略的補完性」(strategic compleментарity)<sup>45</sup>、「経路依存性」(path dependence)<sup>46</sup>が作用する中、制度ひいては経済システムの変化は常に漸進的であった。

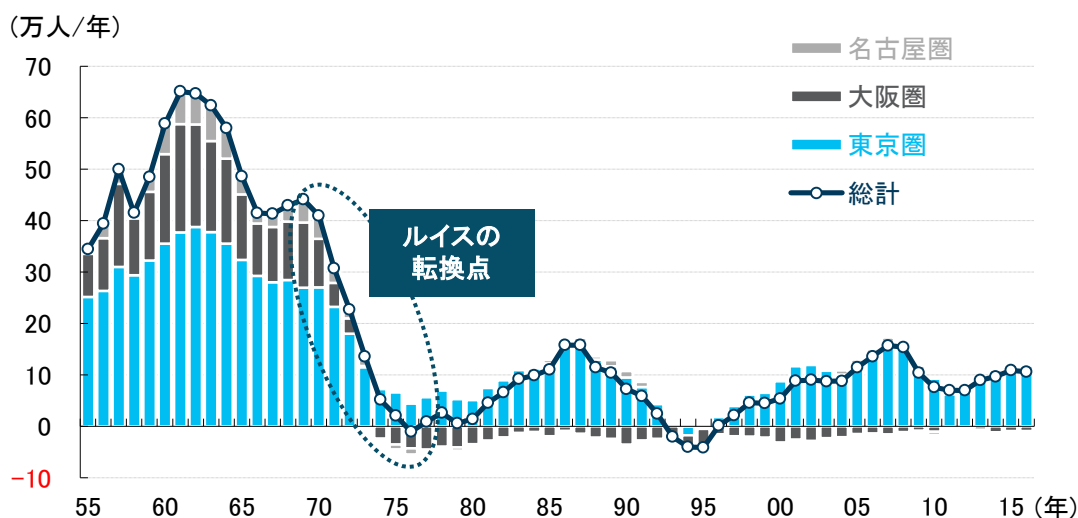
---

<sup>44</sup> 吉川 (1992) は、農村の過剰人口が都市工業部門に吸収し尽くされたことで、人口移動が低下、ひいては世帯数の伸び率が急速に鈍化し、耐久消費財の普及がそれ以上望めなくなったことが、高度成長期の終焉につながったとする。吉川 (1992)、82-88 頁参照。なお、農業部門から都市部の高付加価値産業（工業部門など）への安価な労働力の供給と経済成長との関連についての研究は Lewis (1954) を嚆矢とする。そのため、農村部から都市部への安価な労働供給が減衰する局面はしばしば「ルイスの転換点」と呼ばれる。

<sup>45</sup> 「戦略的補完性」とは、ある制度に基づく行動パターンが社会の中で普遍的になればなるほど、その行動パターンを選ぶことが戦略的に有利となり、その制度が自己拘束的に定着することをさす。これはゲーム理論における「ナッシュ均衡」(Nash equilibrium) に相当する概念である。青木・奥野編 (1996)、2 頁および 26-27 頁参照。

<sup>46</sup> 「経路依存性」とは、経済システムには慣性があり、経済の置かれた外部環境と蓄積された内部環境の変化とともに徐々に進化・変貌することを指す。青木・奥野編 (1996)、2 頁参照。

図 1-16 都市部への純転入者数とルイスの転換点



(注) 都市圏の区分は以下のとおり。  
 東京圏：東京都、神奈川県、埼玉県、千葉県。  
 大阪圏：大阪府、兵庫県、京都府、奈良県。  
 名古屋圏：愛知県、岐阜県、三重県。  
 (出所) 総務省『住民基本台帳人口移動報告』より作成。

### 第3節 1980年代以降のバブルの生成と崩壊

#### 3.1. 1980年代に始まった外部環境の変化：金融自由化と円高

1980年代に入ると、いよいよ環境変化の圧力が外部から強まった。代表例が①金融自由化の圧力、②円高の圧力である。

1点目の金融自由化の圧力は1983年11月の「日米円・ドル委員会」の設置合意に端を発する。このときの米国の主張は①閉鎖的な日本の金融市場が海外主体による円の保有機会を抑制している、②臨時金利調整法を背景とする人為的な低金利政策が円を減価させている、という2点に集約される<sup>47</sup>。これを機に日本では金融の自由化とさらなる国際化が進められた<sup>48</sup>。例えば、国際化という点では1984年に居住者によるユーロ円債の発行解

<sup>47</sup> Volcker and Gyoten (1992) は、当時の米国政府内のマネタリストたちについて「日本の巨額の貿易黒字にもかかわらず円が安いままであった時、彼らは、日本の金融市場にみいだされる多くの障害や歪みにその原因があるという結論をだした」としている。江沢監訳 (1992)、363頁を参照。

<sup>48</sup> 1980年代の金融の自由化、国際化の具体例を挙げておこう。1980年5月21日、大蔵省（現財務省）は金融機関引受け国債の売却制限を緩和。1985年9月20日、大蔵省は証券会社の配当基準緩和について通達。1981年4月4日、大蔵省はシ団引受け国債の売却制限を緩和。1982年2月12日、大蔵省は城南信用金庫など7金庫に外国為替業務の取り扱い認可（信用金庫業界の外国

禁、円建て外債の発行の全面開放、円転規制の撤廃がなされた。また自由化という点では、1985年10月、預金金利では初の自由金利商品となる大口定期預金（10億円以上、満期は3ヶ月～2年）の取り扱いが始まった。また証券市場においては、1985年1月にTDKが戦後初となる完全無担保普通社債、同年11月に住友金属工業（現新日鐵住金）が日本初となるユーロ円無担保普通社債を発行した。さらに同年10月には東京証券取引所にて債券先物取引が始まる一方、12月には信託銀行が新型金銭信託「ヒット」の取り扱いを始めた。このように金融の自由化、国際化の流れの中で新しい金融商品も続々と生まれた<sup>49</sup>。

---

為替業務進出)。1983年1月31日、大蔵省は銀行などに対し4月からの公共債窓口販売業務の取り扱い認可。1983年2月1日、大蔵省はゼロ・クーポン債（外国企業の割引債）の販売解禁（同年3月4日に禁止されていた）。1983年4月9日、銀行などは公共債の窓口販売開始。1983年8月15日、一部の都市銀行は国債定期口座の販売を開始。1983年10月7日、金融機関は中期利付国債の窓口販売開始。1984年4月1日、大蔵省は①為替先物取引の実需原則を撤廃、②居住者によるユーロ円債の発行解禁。1984年4月17日、大蔵省と証券業界は円建て外債の発行を同年7月から事実上全面開放する方針を決定。1984年5月30日、大蔵省は「日米円ドル委員会作業部会報告書」および「金融の自由化及び円の国際化についての現状と展望」を発表（事実上の「金融自由化・国際化宣言」とされる）。1984年6月1日、大蔵省は円転規制を撤廃。1984年11月14日、日米円ドル委員会フォローアップ会合開催（米国はユーロ円債、ユーロ円CDの許可制、銀行引受手形（BA）市場の対象手形とディーラー、信託業務への参入制限などについて要望）。1985年1月31日、TDK（株）が戦後初となる完全無担保普通社債を発行。1985年3月1日、外国為替審議会は「円の国際化について」を取りまとめ（ユーロ円取引の一層の自由化、東京オフショア市場の創設などを提言）。1985年6月1日、証券会社は譲渡性預金（CD）の取り扱い開始。1985年10月1日、金融機関は大口定期預金（自由金利、預入金額10億円以上）の取り扱い開始（預金金利自由化の第一歩）。1985年10月19日、東京証券取引所は債券先物取引開始（日本初の金融先物市場）。1985年11月20日、住友金属工業（現新日鐵住金）は日本発のユーロ円無担保普通社債を発行。1985年12月27日、東急百貨店は日本初の分離型ワラント債（新株引受権付債券）を発行。1986年4月1日、大蔵省は一連の金融自由化措置を実施（大口定期預金の最低預入金額引下げ、MMC・CDの期間延長および発行枠拡大など）。1985年6月9日、東京銀行（現三菱UFJ銀行）は邦銀初のユーロ円債（150億円）の募集開始。1986年9月1日、大蔵省は一連の金融自由化措置を実施。1986年12月1日、東京オフショア市場（JOM）発足。1987年2月5日、大蔵省は邦銀海外支店の海外CPの取扱いを解禁。1987年4月3日、大蔵省は銀行の国内転換社債発行を解禁。1987年6月4日、大蔵省は「金融・資本市場の自由化、国際化に関する当面の展望」を取りまとめて公表。1987年6月10日、大蔵省は投資顧問会社に一任業務を認可。1987年6月25日、大蔵省は全国銀行などに対して株式の信用取引を認可。1987年11月20日、大蔵省は国内CPおよび非居住者ユーロ円CPの発行を解禁（CP市場の創設）。1988年1月29日、大蔵省は非居住者の国内円建てCP（いわゆるサムライCP）の発行を解禁。1988年3月22日、大蔵省は金融機関の海外現物オプション取引を自由化。1985年4月1日、郵便局と生命保険会社は国債の窓口販売業務を開始。1988年5月23日、大蔵省は海外での日本国債ワラント取引を解禁。1988年12月2日、大蔵省は非居住者の国内外貨建てCP（いわゆるショウグンCP）の発行解禁。1989年3月31日、大蔵省は損保会社の国債窓口販売を認可。1989年6月1日、大蔵省は非居住者ユーロ円債・居住者海外預金を自由化。1989年7月1日、大蔵省は外債発行の自由化・弾力化措置を実施（非居住者の発行金額上限の撤廃など）。1989年7月14日、大蔵省は銀行など金融機関の100%出資子会社の業務規制を緩和。

<sup>49</sup> 新型金融商品は特に1980年代前半に誕生した。具体例を見ておこう。1980年1月4日、大蔵省（現財務省）は証券会社に対して中期国債ファンド（中国ファンド）の取り扱いを許可。1981年6月1日、銀行や信用金庫は新型の期日指定定期預金の取り扱い開始。1981年6月6日、信託銀行は新型の貸付信託「ビッグ」の取り扱いを開始。1981年6月30日、長期信用銀行、農林中央金庫、商工組合中央金庫は新型の利付金融債「ワイド」を創設（11月債から取り扱い開始）。1981年10月1日、住友信託銀行（現三井住友信託銀行）は新型の信託商品「ファンド・トラスト」の販売開始。1982年7月2日、山一証券（1997年廃業）は新型投資信託「ジャンボ」の取り扱い

一部には、この金融自由化こそが銀行に過度のリスクを取らせ、その後の不良債権問題ひいては金融システムの動揺をもたらしたとする見方がある<sup>50</sup>。こうした見方に立つコロンビア大学教授ジョセフ・スティグリッツ (Joseph E. Stiglitz) は「金融抑制仮説」(financial restraint) を唱える。この仮説の概要は以下の通りである。銀行と借り手企業の関係において、通常、借り手企業の事業内容については借り手が情報優位にある。そのため銀行が借り手について持つ情報は「不完全情報」(imperfect information) である。また、将来を見通すことの難しさ(不確実性)、借り手の行動やその成果を逐一観察することの難しさ(観察不可能性)、借り手がとるべき行動を逐一、契約に明記することの難しさ(立証不可能性)などにより、将来起こりうる全ての状態を契約に明記することは不可能である。その結果、契約が「不完備契約」(incomplete contract) となる。この不完全情報と不完備契約は金融の契約ではおよそ不可避である。したがって、自由競争は結果的に銀行に過度のリスクを取らせ、金融システムを不安定化させる恐れがある。むしろ銀行業を適切に規制し、かつ金利を人為的に抑えながらも実質金利を正に維持することで、レント(自由競争下では得られない超過利潤)という形で銀行に健全経営のインセンティブを与え、金融システムの安定化を図るべきである。これが金融抑制仮説の骨子である<sup>51</sup>。この仮説が正しいとすれば、1980年代に進められた金融自由化は銀行からレントを奪い取ることを意味した。その結果、銀行は慎重なモニタリングを放擲し、過度なリスクを取るようになった。ついにはバブル崩壊を経て、1990年代の金融システム不安が引き起こされた、ということになる。

しかし、この仮説の妥当性を評価するには2点確認する必要がある。第1に、そもそも

---

い開始(同月19日以降、他の証券会社も取り扱い開始)。1982年11月20日、証券会社は「利金ファンド」(保護預かりにかかる公共債の利子専用の公社債投信)の取り扱いを開始。1984年11月30日、都市銀行は、キャプテン・システム(CAPTAIN System: Character And Pattern Telephone Access Information Network System)を通じたホーム・バンキングであるキャプテン・ホーム・バンキングを開始。1985年3月1日、相互銀行(現第二地方銀行)と信用金庫などは5千万円以上の市場金利連動型預金(MMC)の取り扱いを開始。1985年4月1日、全国銀行などはMMCの取り扱いを開始。1985年4月30日、三菱銀行(現三菱UFJ銀行)は市場金利連動型「マネー・マーケット・ローン」の取り扱い開始。1985年8月14日、証券会社はMMCに対抗する商品として大口公社債投信「フリー・ファイナンシャル・ファンド」(FFF)の募集取り扱い開始。1985年10月1日、金融機関は大口定期預金(自由金利、預入金額10億円以上)の取り扱い開始。1985年12月2日、信託銀行は新型金銭信託「ヒット」の取り扱い開始。1988年4月18日、郵便局(現ゆうちょ銀行)は国債と郵便貯金を合わせた新商品「国債定期貯金」を発売。

<sup>50</sup> Hellmann, Murdock and Stiglitz (2000) はその一例である。

<sup>51</sup> 「金融抑制」については Stiglitz and Greenwald (2003) (内藤・家森訳 (2003)、235-236頁)、青木・奥野編 (1996)、238-239頁などを参照。なお実質金利を負に抑え込み、民間部門から政府に事実上の所得移転を図る「金融抑圧」(financial repression)とは異なる概念であることに注意したい。

日本の金融自由化は大きな影響をもたらすほど徹底的で急進的であったのか。第2に、自由競争下の銀行が過度なリスクを取るということは、銀行がそもそも利潤最大化ひいては株主重視の経営をしているという前提が必要となるが、その前提は妥当であるか。

1 点目については、日本の金融自由化はむしろ漸進的であったといえよう。例えば、銀行のレントの源泉であった預金金利規制の緩和は、1985年10月の大口定期預金金利（10億円以上、満期は3ヶ月～2年）の自由化から始まったが、預金金利が完全に自由化されたのは定期預金が1993年6月、流動性預金が1994年10月と、実に10年近くかかっている<sup>52</sup>。また、金利の自由化が実現したタイミングは英国に約20年、米国に約10年遅れた<sup>53</sup>。むしろこの間の金融自由化は、銀行のレントの減少を極力避けようとするがために足取りが鈍いものとなった。

2 点目についても、利潤最大化が銀行経営の課題であったとは考えにくい。鍵は株式持合い下の銀行自身のガバナンス構造にある。銀行は法人間の株式持合いの中心的な役割を担ってきた。同時に、銀行自身の安定株主として生命保険会社などが存在した。つまり「発言」や「退出」を活発にする市場型株主が銀行経営に深く関わる構図にはなっていなかった。したがって、仮に金融自由化が銀行のレントを縮小させたとしても、それが原因となって銀行が過度のリスクを取り、不良債権問題を引き起こすことになったとは考えにくい。では、銀行経営の目的変数は何だったのか。いわゆるMOF担（財務省との渉外担当）が銀行内部でエリートとされていたことを考慮すると、銀行経営の目的は株主に配慮した利益最大化（profit maximization）ではなく、金融当局との関係から生じるレントの確保すなわちレント・シーキング（rent seeking）であった可能性が高い<sup>54</sup>。このことを把握していた金融当局も天下りなどで恩恵を受けていたため、結果的にレントの急減を回避するという利害が銀行と当局の間で一致した。このため金融自由化が急速に進むということとはなかった。以上から、金融抑制仮説が唱えるように、金融自由化が銀行業界の利潤獲得競争を促すことで銀行に過度のリスクを取らせたという仮説は、日本には当てはまらなくいと考えられる。

金融自由化に加えて、1980年代に生じたもう一つの環境変化が円高の進行であった。

---

<sup>52</sup> 流動性預金のうち当座預金については、臨時金利調整法に基づいて付利を禁じる規制が今なお残っている。

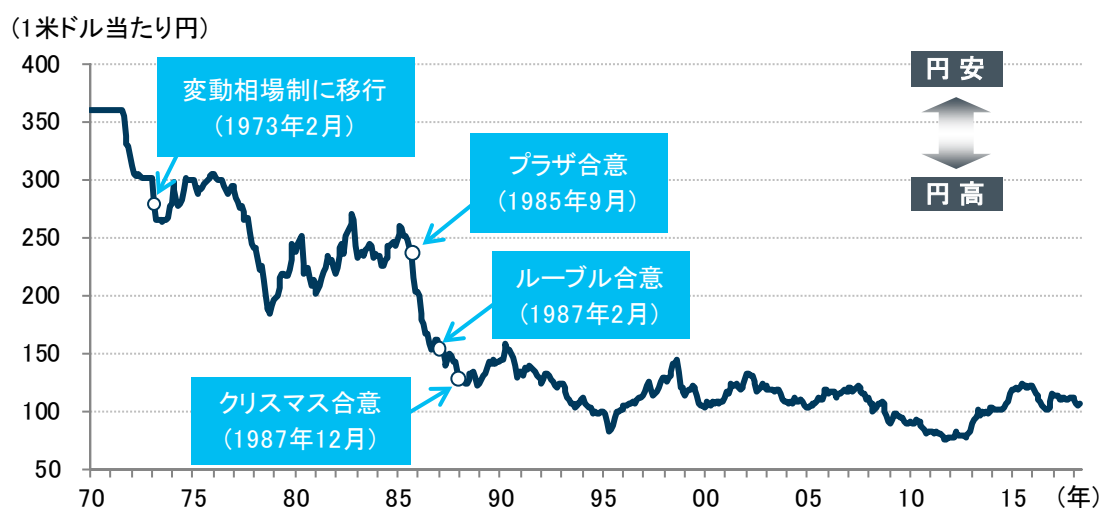
<sup>53</sup> 池尾（2001）、17頁。

<sup>54</sup> 福田（2013）は、政策的介入によって生み出される銀行のレントが深刻な非効率を経済に及ぼす典型例として、銀行によるレント・シーキングを挙げている。福田（2013）、117-118頁参照。

1985年9月22日、ニューヨークのプラザホテルで先進5カ国（G5：Group of Five）（日本、米国、英国、西ドイツ、フランス）の蔵相会議が秘密裏に開かれた。そこで、これら5カ国の通貨当局が協調して為替介入を行うことで、日本円とドイツマルク（当時）を米ドルに対して増価させ、米ドル安を実現するという合意が形成された。これが「プラザ合意」（Plaza accord）である。実際、日本円は対米ドルで1985年9月の236.95円（月中平均、以下同）から同年12月に202.81円、1986年12月に162.20円と増価した（図1-17）。その後も円高が続く中、1987年2月22日には先進7カ国（G7）<sup>55</sup>の蔵相会議がパリのルーブル宮殿で開かれ、為替レートを現行水準の周辺（around current levels）に安定させるよう各国は緊密に協力するという「ルーブル合意」（Louvre accord）が得られた。しかし、円高に歯止めはかからなかった。円が漸く上げ止まったのは同年12月23日のG7で「各国はこれ以上のドルの下落を望まない」という緊急共同声明が発表されてからであった。この声明はしばしば「クリスマス合意」と呼ばれる。

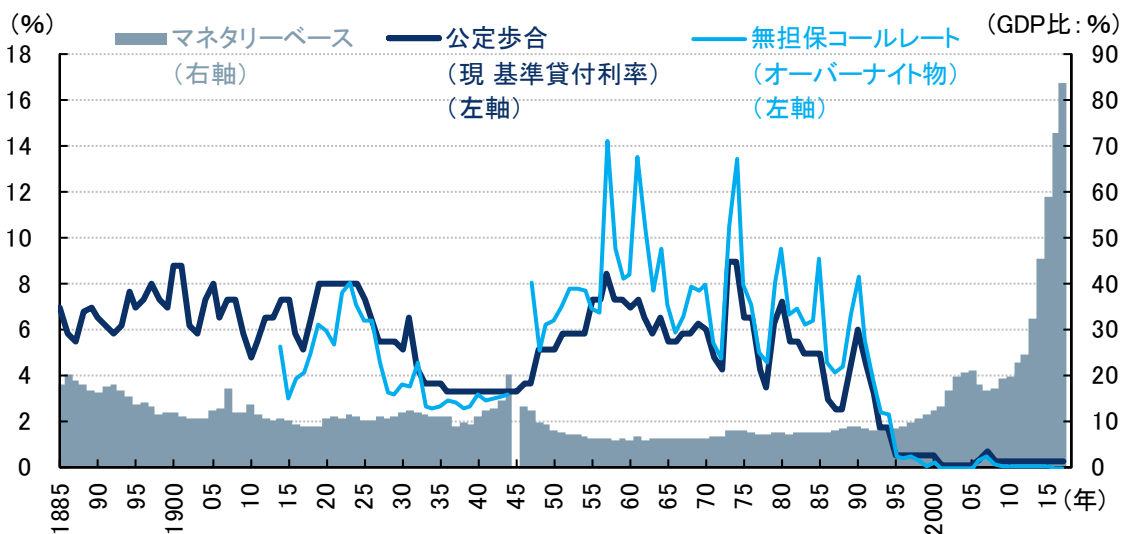
円高が景気を悪化させるリスクが強まる中、日本銀行は金融緩和で対応した。当時は政策金利である公定歩合（2006年8月、基準割引率および基準貸付利率へと呼称変更）をコントロールすることで、市場金利ひいては経済主体の資金コストに働きかける「伝統的

図 1-17 日本円の対米ドルレート



<sup>55</sup> イタリアの財務大臣が不参加であったため、実際に参加したのは先進6カ国であった。

図 1-18 日本銀行券発行開始以降の政策金利とマネタリーベース



- (注) 1. 日本銀行が銀行券の発行を開始した 1885 年 (明治 18 年) 以降の推移を図示。  
 2. マネタリーベースの定義は以下の通り。  
 1885～1899 年・・・日本銀行券+国立銀行券+政府紙幣+補助貨幣+(日本銀行預金-政府預金)  
 1900～1916 年・・・日本銀行券+補助貨幣+(日本銀行預金-政府預金)  
 1917～1953 年・・・日本銀行券+政府紙幣+補助貨幣+(日本銀行預金-政府預金)  
 1954～1980 年・・・日本銀行券+補助貨幣+日本銀行における金融機関預金  
 1981 年以降・・・日本銀行券+補助貨幣+日本銀行当座預金  
 3. 1945 年の GDP はデータが存在しないため、同年のマネタリーベース対 GDP 比は欠損。  
 4. 無担保コールレート (オーバーナイト物) については 1970～84 年は有担保コール翌日物金利、1914～69 年は無条件物コールレート (東京) を使用。ただし 1945～1946 年のデータは欠損。

(出所) 日本銀行百年史編纂委員会 (1986b) より作成。

金融政策」が展開されていた<sup>56</sup>。その下で、日本銀行は公定歩合を引き下げた。1983 年 10 月 22 日以降 5.0% に据え置かれていた公定歩合は、1986 年 1 月 30 日に 4.5% に引き下げられた。これを皮切りに利下げが断続的に続いた。ルーブル合意によって円高を求める海外当局の声が弱まったことを確認した日本銀行は、同合意の翌日に当たる 1987 年 2 月 23 日、銀行券の発行を開始した 1885 年 (明治 18 年)<sup>57</sup>以降の最低水準である 2.5% まで

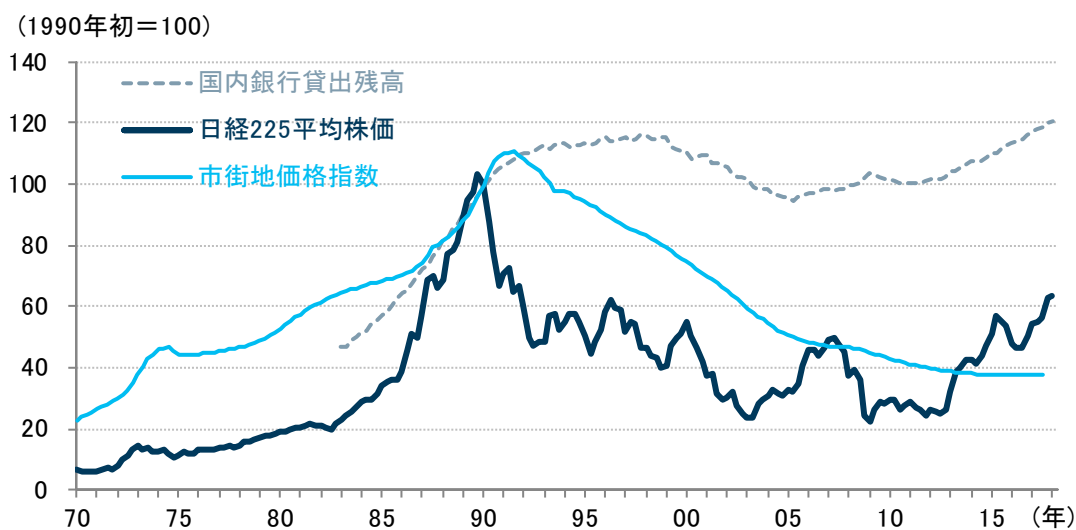
<sup>56</sup> 「伝統的金融政策」については第 2 章第 2 節で詳述する。なお当時の金融政策においては、公定歩合の調整に加えて、個々の金融機関の貸出増加額を規制する「窓口規制」(窓口指導) も並行して行われていた。窓口規制は特定の制度や法律に基づくものではないものの、日本銀行が各金融機関の貸出増加額を直接的に規制 (指導) することで、金融機関の健全性維持に貢献することが当初、期待されていた。つまり窓口規制は当初、プルーデンス政策と位置づけられていた。しかし、1953 年秋の引き締め局面以降、金融政策 (特に金融引き締め策) の効果の浸透を窓口規制で側面支援することに重点が置かれるようになった。ただし、1980 年代の金融自由化・国際化の流れの中で徐々に窓口規制はその意義を薄め、1991 年 6 月 27 日に廃止された。窓口規制については翁 (2011)、70-74 頁を参照。

<sup>57</sup> 日本銀行は 1882 年 (明治 15 年) 10 月 10 日に、文書局、金庫局、割引局、計算局、株式局の 5

公定歩合を引き下げた（図 1-18）。

このような金融緩和にも関わらず、プラザ合意後の円高や原油価格の急落<sup>58</sup>も手伝って、物価は安定した（前出図 1-10）。そのため、日本銀行の金融緩和策は長期化し、公定歩合は 1989 年 5 月 31 日までの 2 年強もの間、当時の最低水準である 2.5% に据え置かれた。これが、今後も日本銀行は低金利を維持するであろうという期待を市場に根付かせることとなり、イールドカーブは急速にブル・フラット化<sup>59</sup>した。例えば 10 年国債流通利回りは 1987 年半ばには一時 3% を割り、公定歩合にかなり近づいた。このような低金利の長期化は経済主体の資金調達コストを抑えたのみでなく、市場や経済主体の期待の強気化、すなわちリスク・プレミアムの圧縮を通じた割引率の低下を通じて、1980 年代後半の資産価格を押し上げた（図 1-19）。いわゆるバブルの生成である。

図 1-19 資産価格と銀行貸出残高



(注) 市街地価格指数は全用途平均に基づく。

(出所) 日本銀行『国内銀行の資産・負債等（銀行勘定）』、日本不動産研究所『市街地価格指数・全国木造建築費指数』、日本経済新聞より作成。

局体制で開業したが、銀行券の発行が始まったのは 1885 年 5 月 9 日であった。銀貨兌換券として発行が始まった日本銀行券であるが、1897 年 10 月 1 日に金本位制に移行した。その背景については第 4 章注 57 で詳述する。

<sup>58</sup> 日本の原油入着価格は 1985 年前半に 1 バレル（約 159 リットル）当たり 7 千円強であったが、翌 1986 年後半には 2 千円程度にまで急落した。これはしばしば「逆オイルショック」と呼ばれる。

<sup>59</sup> 長期金利の低下が主導するイールドカーブのフラット化を指す。これに対して、短期金利の上昇がけん引するイールドカーブのフラット化はベア・フラット化と呼ばれ、金融引き締め初期段階で見られやすい。



### 3.2. 金融自由化と銀行行動

1980年代の金融自由化は、漸進的ながらも着実に銀行のレントを抑え込んだ。また、債券市場の自由化が進んだことで、大企業製造業を中心に銀行からの借入依存度を下げる動きも見られた<sup>60</sup>。ところが銀行自身がこうした環境変化を感知した上で、適切に経営方針を転換する動きは鈍かった。その主因として以下の4点が注目される。

第1に、レントの減少は保有株式の含み益の増加が相殺してくれた。メインバンクによる状態依存型ガバナンスは、借り手企業の財務状況の良し悪しに応じて借り手企業の経営への関与度合いを調節するものであった。金融自由化が徐々に進む中、1980年代後半に日本はバブル経済に突入した。バブルは当時の借り手企業の財務を(少なくとも表面的には)良好に維持することに寄与した。一方、状態依存型ガバナンスの下では、銀行は借り手の財務状況が良いときは株主としての利益配当請求権の行使を抑制するため、借り手の好業績が銀行の利益を直接的に押し上げるわけではなかった。しかし、借り手企業の利益増はバブルの発生と相俟って、銀行が保有する株式に多額の含み益をもたらした。これによって、ゆっくりと、しかし着実に進むレントの減少に気づく機会を銀行が逸することとなった。

第2に、預金金利の自由化の遅れである。同金利の自由化の遅れは、レントの減少速度を緩やかにした。そのため、保有する預金総量を増やすことで、レントの減少を相殺することが可能であった。これがむしろ銀行をさらなる預金の獲得に駆り立てた。結果的に銀行は方向転換する機会を失した。

第3に、担保主義である。集めた預金は融資してこそレントの実現につながる。したがって預金獲得と貸出増加の歩調を合わせる必要があり、先に触れた預金獲得姿勢の強化は融資の増加を伴わなくてはならなかった。しかし他方では、債券市場の自由化が進み、従来、重要な融資先であった大企業製造業を中心に銀行離れが進んだ。これを埋め合わせたのが中小企業や非製造業向けの融資である。本来であれば、製造業と異なり非製造業には国際競争を通じた規律付けが機能しにくい分、融資に当たっては銀行による丁寧なモニタリングが求められる。したがって製造業から非製造業への貸出シフトは本質的に時間を要するはずである。ところが、この貸出先のシフトを容易にしたのが担保主義である。1980

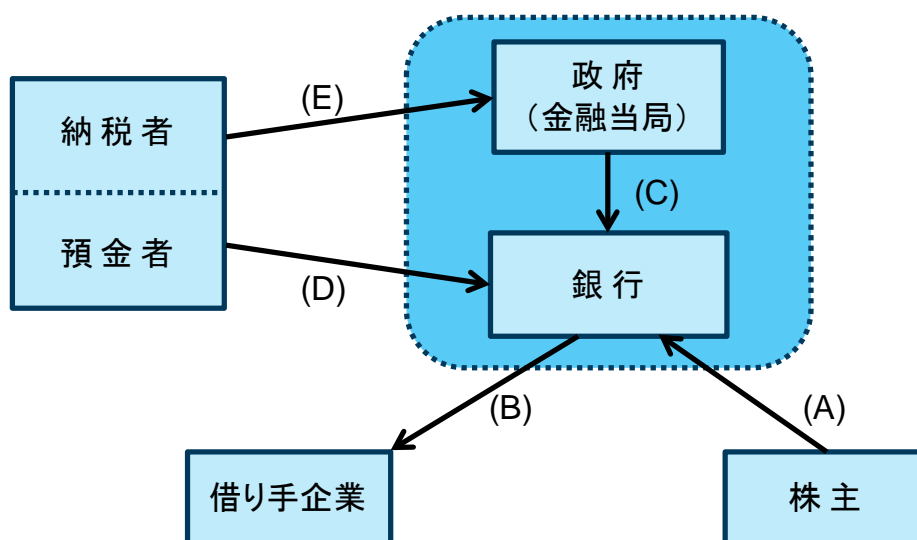
---

<sup>60</sup> 本文でも先述したが、TDKが1985年1月に戦後初となる完全無担保普通社債を、住友金属工業(現新日鐵住金)が同年11月に日本初となるユーロ円無担保普通社債を発行した。これらは、大企業製造業が銀行からの借入れではなく、社債発行によって資金調達を始めた象徴的な事例といえる。

年代後半に見られた不動産価格の急速な上昇、つまりバブルによって、不動産の担保価値が膨らみ、それが製造業から非製造業への貸出シフトを容易に実現させた。これによって金融自由化が進む中でも、銀行はレントを確保できた。

第4に、銀行と金融当局が「閉じた空間」を形成することで、銀行自身に対するモニタリングが十分機能しなかったという点も挙げられよう。銀行を巡っては5つのモニタリング経路が考えられる。図1-20には、その5つのモニタリング経路(A)～(E)が示されている。

図 1-20 銀行を取り巻く5つのモニタリング経路



(出所) 森田 (2005) の図表 3-8 を出版社 (東洋経済新報社) の許諾を得た上で掲載。

(A) は株主による銀行のモニタリングであり、銀行の株式会社としての側面を表す。また (B) は債権者かつ株主としての銀行による借り手企業のモニタリングである。ただし、銀行を中心とする法人間の株式持ち合いや、生命保険などを安定株主とする銀行株式の保有構造が、これら2つのモニタリングの実効性を低下させていた。加えて、銀行融資の担保主義も経路 (B) の実効性を弱める方向に働いた。経路 (C) は金融当局による銀行モニタリングである。しかしこの経路は、人為的低金利政策による規制レントの銀行への付与、店舗行政、銀行による天下り機会の提供などによって、「持ちつ持たれつ」の関係に変容していた可能性が高い。では、銀行の債権者つまり預金者による銀行モニタリング (D) はどうであったか。これについては預金が預金保険機構 (1971年7月設立) によって保

護されていたことも手伝って、預金者には銀行をモニタリングするインセンティブはそもそもなかった。さらに、家計が納税者として、あるいは国会を納税者の代理人として金融当局をモニタリングし、その金融当局を介して間接的に銀行をモニタリングするいわばパブリック・モニタリングの経路（E→C）は機能していたと言えるだろうか。この間接モニタリングも、政府（金融当局）と納税者の間の情報の非対称性が壁として立ちふさがったため、事実上機能していなかった。そもそも国会が1980年代に日本の銀行制度やモニタリング構造に健全なる問題意識を持っていたとは考えにくい。結局、“Who monitors the monitor?”という古典的な問題は常に未解決であった<sup>61</sup>。銀行と金融当局は外部から厳しくモニタリンされることなく、閉じた空間を形成することができた。その結果、銀行はその空間の外で起きている環境変化に鈍感になった。

1980年代の金融自由化は金融抑制仮説が想定するほど決して急進的ではなく、むしろ漸進的であった。そのため銀行はもちろん金融当局も、銀行行動の転換、すなわちレント・シーキングからリスクとのバランスを意識した利潤確保へ、あるいは担保主義から厳正なモニタリングに基づく融資行動へ、と舵を切る機会を逸することとなった。

### 3.3. バブルの崩壊と人口オーナスへの転換

バブルという名のユーフォリアは長くは続かなかった。バブルに警戒した日本銀行は1989年5月31日、当時の最低水準である2.5%に抑えていた公定歩合を3.25%に引き上げた。1990年に入って株価の急落が始まって、利上げは続き、1990年8月30日には、同月のイラク軍によるクウェイト侵攻に伴う物価上昇リスクにも後押しされて、公定歩合は6%に引き上げられた。この時期には、市場で根強かった低金利の継続期待は挫かれた。すでに下落し始めていた株価は一段と下押しされ、不動産価格も頭が重たくなった。

さらにこれと並行して、1990年3月27日、大蔵省（現財務省）は「土地関連融資の抑制について」という銀行局長通達を全国の金融機関に発した。この通達は、不動産向け融資の伸び率を総貸出の伸び率以下に抑えるという「総量規制」、および不動産業、建設業、ノンバンク（住宅金融専門会社<sup>62</sup>を含む）に対する融資の実態報告を求める「三業種規制」

<sup>61</sup> “Who monitors the monitor?”という問題はDiamond(1984)や堀内(2000)などでも扱われており、金融機関のモニタリングにおける古典的な課題と位置づけられる。

<sup>62</sup> 銀行、証券会社、農林系金融機関（農林中央金庫、信用農業組合連合会（信連）など）の共同出資によって設立された住宅金融を専門に扱う機関で、しばしば住専と呼ばれた。住専は、銀行などからの借入を財源として、個人や事業者に融資した。1980年代に銀行自らが個人向け住宅ローン市場に力を入れ始めると、住専は事業者向けの不動産融資に傾注していった。バブル崩壊後、

を主な内容とした。この通達の効力は1991年12月に解除されるまで約1年9ヶ月続いたが、この間、銀行などは土地関連融資を抑制した<sup>63</sup>。これも、日本銀行による利上げと相俟って、バブルを崩壊へと導いた。

株価の下落は銀行保有株式の含み益ひいては自己資本比率の圧縮を通じて、また不動産価格の下落は担保価値の毀損を通じて、銀行のリスク許容力さらには新規貸出の伸びを抑えた。こうした中、負債を増やす（レバレッジをかける）ことで金融資産や不動産を買うというバランスシート拡張型の投資行動は冷や水を浴びせられ、資産市場には一層の収縮圧力が加わった。

こうして始まったバブル崩壊と並行して、静かに、しかし力強く日本経済に調整圧力をかけた要因がもう一つあった。人口構造の変化である。具体的には、生産年齢人口比率（総人口に占める15～64歳人口の割合）の低下つまり高齢化である。こうした現象は「人口ボーナス」から「人口オーナス」への転換と呼ばれる<sup>64</sup>。不動産価格の代理変数として市街地価格指数を用いると、実際に、バブルの崩壊と人口オーナスへの転化（高齢化）がほぼ同時に始まったことを見て取ることができる（図1-21）<sup>65</sup>。

バブル崩壊前後に起きた日本の人口構造の変化がいかに大きかったかは、生産年齢人口比率を国際比較することでより鮮明となる。日本が高度成長を実現した1950～60年代は、日本の同比率が急速に上昇し、他国に例を見ない高さに到達した時期でもあった（図1-22）<sup>66</sup>。主な先進国（日本、米国、英国、ドイツ、フランス、カナダ、イタリア）および新興国（中国、韓国、ロシア、インド、ブラジル）で比べると、1950～60年代に生産年齢人口比率が日本ほどのスピードで、かつ日本ほどの高水準に達した国は皆無である。

---

こうした不動産融資は多くが不良債権化し、後に、住専の損失を誰が負担するかという「住専問題」につながった。

<sup>63</sup> なおこの通達には重要な瑕疵があった。すなわち、総量規制における不動産向け融資に住専向け融資が含まれなかった。また、農林系金融機関は通達の対象に含まれなかった。そのため、この通達後も農林系金融機関は住専への融資を増やし、住専は積極的にその資金を不動産向け融資に注ぎ込んだ。バブル崩壊後に「住専問題」が大きな政治問題へと発展した背景の一つに、この通達の不完備性が挙げられる。

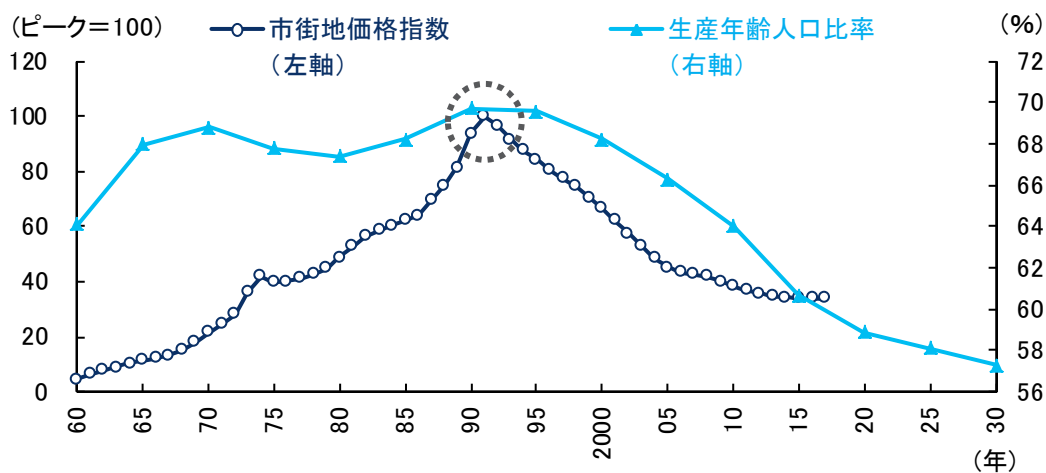
<sup>64</sup> 厳密には「人口ボーナス」から「人口オーナス」への転換は「従属人口指数」に基づいて定義される。従属人口指数は、15歳以下の「年少人口」と65歳以上の「高齢人口」の合計である「従属人口」を、15～64歳の「生産年齢人口」で割った比率である。同指数が下がっているときが人口ボーナス、上がっているときが人口オーナスと定義される。従って人口ボーナスから人口オーナスへの転換は、生産年齢人口比率の上昇から下落への転換とほぼ重なる。

<sup>65</sup> 資産価格バブルと人口動態の関係について、当時、日本銀行副総裁であった西村（2012）は「資産価格バブルの生成が各国が労働人口の増加による『人口ボーナス』を享受できる最終局面で生じるケースが多い」、「バブルの崩壊後は『人口オーナス』による潜在成長力の低下がこれらの国々の経済停滞の長期化を招きやすい」としている。

<sup>66</sup> 日本の生産年齢人口比率は1970年に68.8%と、先進国の中で逸早く70%に迫る高水準に達した。戦後を対象とすると、1970年代までにこの水準に達した国は先進国では日本のみである。

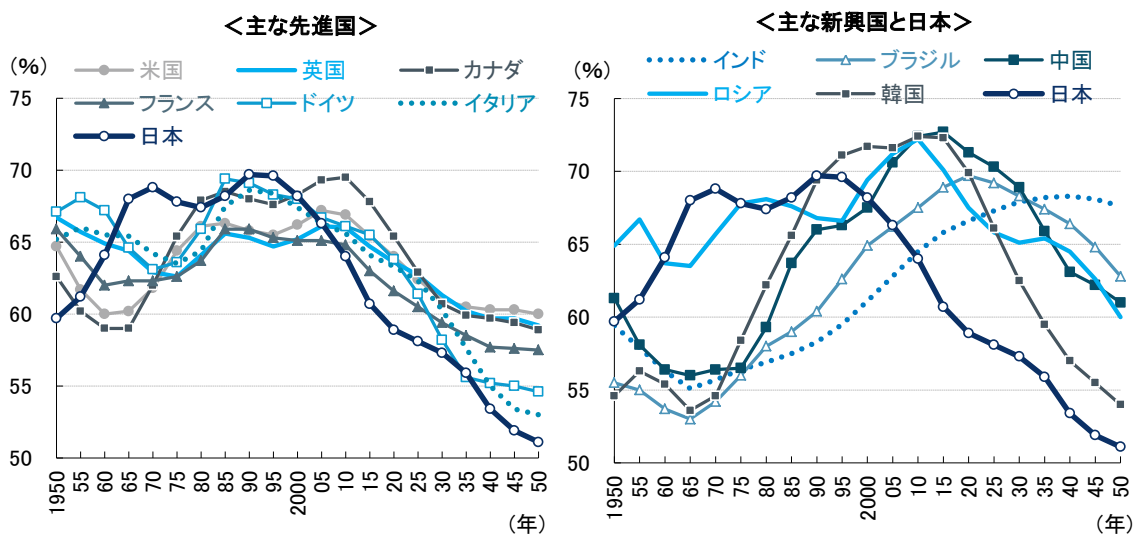
このような生産年齢人口比率の急上昇は、それに見合う生産設備の保有を企業に促し、設備投資主導の経済成長を後押しした。これが同時期の日本における高度成長のエンジンとなった。

図 1-21 資産価格と人口動態



(注) 1. 生産年齢人口比率(%)=15~64歳人口÷総人口×100  
 2. 生産年齢人口比率の将来推計は国立社会保障・人口問題研究所による。  
 (出所) 国立社会保障・人口問題研究所『人口統計資料集』、一般財団法人日本不動産研究所『市街地価格指数』より作成。

図 1-22 生産年齢人口比率の国際比較



(注) 生産年齢人口比率(%)=15~64歳人口÷総人口×100  
 (出所) United Nations “World Population Prospects” より作成。

1970年代に入って、出稼ぎの減少という形でルイスの転換点<sup>67</sup>を迎えると、日本は高度成長期から安定成長期へと移行した。その安定成長期は、バブルが崩壊する1990年代初頭まで続いた。安定成長期が約20年もの長きにわたって続いたことは、戦後の日本経済の重要な特徴の一つであるが、それを可能にした要因として、日本の生産年齢人口比率が1970年代から1990年代初頭まで先進国間での最高水準を維持したこと、およびそれが設備投資を常に下支えしたことが大きい<sup>68</sup>。このような人口動態にも後押しされながら、非金融法人は投資超過主体（貯蓄不足主体）という立ち位置を維持し、金利すなわち資本コストを操作する伝統的な金融政策が一定の効力を持つこととなった。つまり、バブル崩壊以前の日本経済が伝統的な金融政策と高い親和性を持ちえた背景として、人口ボーナスも不可欠な役割を担った。

しかし、バブル崩壊とほぼ同時に、日本の生産年齢人口比率は他の先進国では見られない速度で落ち始めた。これが人口ボーナスから人口オナーズへの転換である。この転換は、1970年代のルイスの転換点に次ぐ、戦後日本経済史における重要な人口動態の局面変化に当たる。なお、人口オナーズへの転換は、1971～74年の第2次ベビーブーム終了後、急速に出生数が落ち込んだことで、1990年以降、新たに生産年齢（15～64歳）に達する人口が減ったことに起因する。

このようにバブル崩壊後の日本経済は、資産価格と生産年齢人口比率の低下が折り重なったことで、より深く、長く、広く調整圧力にさらされることとなった。そのような圧力の下、伝統的金融政策の効力も弱まっていった。

### 3.4. バブル崩壊後の金融環境

本来であればバブル崩壊後は、なぜバブルが生じたのか、ひいては不良債権をどう処理するかについての真摯な議論が始まるはずであった。しかし、当初はこの期に及んでも、不良債権問題に積極的に取り組む姿勢は銀行や金融当局に見られなかった。

不良債権問題に対する1990年代前半の国民の認識は概ね、不良債権は金融機関自らの責任において解決すべき問題だというものであった。例えば、バブル崩壊後、株価が急落した1992年8月、宮澤喜一首相（当時）が初めて金融機関への公的資金注入の必要性に言及した際、国民および経済界は強く反発した。この時期に政府が実行した金融制度面で

<sup>67</sup> ルイスの転換点については本章注44を参照。

<sup>68</sup> 1980年代前半にドイツとカナダの生産年齢人口比率が日本を若干上回ったことがあったが、そのような逆転はあくまで一時的であった。

の具体策と言え、1993年1月の「共同債権買取機構」(CCPC: Cooperative Credit Purchasing Company)の設立ぐらいと言えよう。同機構は金融機関162社の出資により設立された株式会社であり、①出資金融機関の持ち込んだ不動産担保付債権を当該金融機関の融資を財源として適正価格で買取る、②担保不動産・保有不動産の売却、③不動産取引情報の提供、などを主な業務としている。

一方、銀行などがとった行動は借り手企業に対する追加融資であった。実際、バブル崩壊後、担保価値が下がる中でも、国内銀行の貸出残高は1990年代後半に向けて増え続けた(前出図1-19)。後にこうした融資行動は問題の先送りとして批判されるが、銀行の立場からはむしろ合理的な意思決定に基づいていたと推察される。

その際の重要なポイントは、銀行が借り手企業の主要債権者かつ株主(株式持ち合い)であったことにある。株式は、借り手企業の負債額を行使価格、当該企業の企業価値(負債+自己資本)<sup>69</sup>を原資産としたコール・オプション、つまりあらかじめ定められた行使価格で企業価値を買う権利に相当する。株主である銀行にとってはこのコール・オプションの価値が下がること、すなわち銀行保有株式の価値が下がることは好ましくない。そのためにはオプションの満期を長くして、「原資産の市場価格>行使価格」すなわち「借り手の企業価値>借り手の負債額」となる確率を高めることが一策となる。こうした状態はコール・オプションの場合、「イン・ザ・マネー」(ITM: in-the-money)と呼ばれる。すなわちイン・ザ・マネーとは市場価格より安い行使価格で原資産を買うことができる状態を意味する。従って、イン・ザ・マネーになる確率が高いほど、そのコール・オプションの価値は高まる。さらに、イン・ザ・マネーとなる確率は、オプションの満期までの期間が長いほど高まる<sup>70</sup>。

では、このケースでオプションの満期を長くするにはどうしたらよいだろうか。このオプションの原資産が企業価値であることを踏まえると、借り手企業の延命を図り、企業価値を維持することが、オプション満期の事実上の延長につながる。では、どのように借り手企業の延命を図るのか。ここで重要となるのが主要債権者としての銀行の立場である。銀行が追加融資さえ行えば、借り手企業の早期破綻は回避できる。つまり、銀行が主要債

<sup>69</sup> ここでの企業価値は、企業が持っている資産価値、すなわち当該企業を清算して持っている資産を売却するといくらになるかというアプローチに基づく。こうしたアプローチは「コスト・アプローチ」と呼ばれる。

<sup>70</sup> オプション理論において、タイム・ディケイ(時間の経過)に応じたオプション価値の下落度合いはしばしばシータ( $\theta$ )で表される。 $\theta$ は必ず負であることから、満期までの期間を長くすることができれば、他の条件を一定としてオプション価値は上昇する。

権者という立場を利用することで、株主（オプション保有者）としての自らの地位を保全できる可能性がある。

ただし、ここで1点、注意を要する。銀行による追加融資は借り手企業の負債額の増加に他ならない。これは、上述の「原資産の市場価格>行使価格」すなわち「借り手の企業価値>借り手の負債額」というイン・ザ・マネーの条件式において、右辺が上昇することを意味する。したがって、それ以上に左辺である原資産の市場価格すなわち借り手の企業価値が高まらなくては、どれだけ追加融資を通じてオプション満期の長期化を図ったとしても、結局はイン・ザ・マネーにはならない。この意味で、追加融資は株主（オプション保有者）としての銀行の地位の保全を保証するものではない。あくまで追加融資は、借り手企業を破綻させる場合と比べたときに、イン・ザ・マネーとなる確率を相対的に高める可能性があるという位置づけにとどまる。それでもこのような確率論の観点からは、銀行が自らの地位を保全する上で、追加融資を通じて借り手企業の延命を図ることは、事前には一定の合理性を持ちえた。

ところが、借り手企業から見ると、追加融資は予算制約の柔軟化すなわち「ソフト・バジェット問題」につながる恐れがある<sup>71</sup>。ソフト・バジェット問題とは、財務状況が悪化しても銀行が追加融資に応じてくれる可能性があるとき、借り手企業が過剰なリスクをとったり、すべき努力をしなくなるといった「モラル・ハザード」が生じる現象を指す<sup>72</sup>。つまり、債権者と株主の二足のわらじを履く銀行にとっては一定の合理性を持ちえた追加融資も、事後的にはむしろ借り手企業の規律を弛緩させ、不良債権問題をより根深いものとした。結局、追加融資は必ずしもコール・オプションをイン・ザ・マネーにしたわけではなかった。

1990年代も半ばになると、個別金融機関の経営が行き詰るケースが相次いだ。バブルの生成・崩壊に起因する破綻事例としては、銀行では福徳銀行（1998年なにわ銀行との救済合併を経てなみはや銀行として業務を始めたが同銀行も1999年経営破綻）、兵庫銀行（1995年に銀行として戦後初の破綻）、阪和銀行（1996年破綻し預金払戻し以外の業務を

<sup>71</sup> ソフト・バジェット問題の詳細については小佐野（2001）、138-140頁参照。

<sup>72</sup> モラル・ハザードとは、契約における動機づけの失敗などに派生する経済非効率を表す。19世紀に保険業が発達した英国で、火災保険などの保険を提供すると、保険加入者の不注意を助長して、かえって火災などの事故が起きる確率が高まるのが社会問題となった。このような事象を指すものとして「モラル・ハザード」という言葉が使われるようになった。このモラル・ハザードは、水害など自然現象のみで決まるリスクを指す「フィジカル・ハザード」と対をなす言葉である。神取（2014）、405-406頁参照。



戦後初めて停止)、銀行以外では東京協和信用組合(1994年破綻)、安全信用組合(1994年破綻)、コスモ信用組合(1995年破綻)、木津信用組合(1995年破綻)などが挙げられる<sup>73</sup>。ここに至ると、不良債権問題は金融機関自らが解決すべき問題と割り切ることはできなくなった。これらの金融機関についても再建可能なものは再建するが、再建不能なものについては、預金者保護の観点から日本銀行の特別融資(いわゆる特融)や出資も出動させる形で整理機関としての新銀行を設立し、事業譲渡・清算がなされた<sup>74</sup>。

ここで1927年3月25日の大阪朝日新聞の社説を紹介したい<sup>75</sup>。「当局は不良銀行の救済を財界の安定上絶対必要であるという迷信を持っている。(中略)預金者を保護する好意があるならば、事前にその資産状態を検査し、その不良状態を改めしめるよう努むべきである。」これは昭和金融恐慌の真ただ中で書かれたものである。銀行に対するモニタリングの実効性ある仕組みが当時、欠如していたことを突いているが、70年近くを経た1990年代の不良債権問題に当てはめても違和感はない。さらに小邦(1995)からも引用したい<sup>76</sup>。同氏が毎日新聞社『エコノミスト』誌の編集長として不良債権問題の特集した時に、大蔵省(現財務省)から有力地方銀行に天下りしたある人物から受けた抗議の内容である。「銀行経営は健全でなんら問題ない。(中略)たとえ銀行経営に問題があるとしても、大蔵省・日銀がキチンと指導してくれる。事情を知らない学者や民間エコノミストに論評されるのは迷惑だ。」昭和金融恐慌と同様、1990年代にかけての銀行経営の規律が弛緩していたこと、銀行に対するモニタリングの実効性が欠如していたこと、そのような欠如に対する金融当局の認識自体も欠如していたことを露呈している。ここに前出の“Who monitors the monitor?”という古典的な問題を見てとることができる。

メインバンクによるモニタリングの仕組みは状態依存型ガバナンスと定義づけられることが多く、本章でも同様の視点に立った。しかし、バブル崩壊までは金融システムに不安を与えるほどの経済ショックがなかったことを踏まえると、借り手の財務状況の良し悪しに応じてモニタリングの厳格さを調整する状態依存型ガバナンスの実効性について、バブル崩壊以前は、財務状況が良い場合しか検証しえない。バブルがはじけ、銀行が担保主義

<sup>73</sup> 破綻した福徳銀行、兵庫銀行、阪和銀行に、不良債権の処理負担に喘いでいた大阪銀行を加えて「FH<sub>2</sub>O」などと揶揄する声が当時、多かった。後藤(1995)、228頁参照。

<sup>74</sup> 新銀行の例としては、東京協和信用組合と安全信用組合の処理で設立された東京共同銀行(1996年9月に整理回収銀行に改組され、さらに1999年4月に住宅金融債権管理機構と合併し、現在の整理回収機構となる)、破綻した兵庫銀行の営業を譲り受けたみどり銀行(1999年4月に阪神銀行に吸収合併され現在のみなど銀行となる)、などが挙げられる。

<sup>75</sup> 当該記事の出典は後藤(1995)、114-115頁。

<sup>76</sup> 小邦(1995)、235頁。

に依って立つことができなくなったところで、銀行にはモニタリング能力が十分備わっていなかったこと、そのような状態に対して金融当局のモニタリングも機能していなかったことが明らかとなった。つまり、バブル崩壊は、財務状況が悪いときの状態依存型ガバナンスの機能について初めてマクロ的に検証する機会となった。その検証結果は、同ガバナンスの実効性を否定するものであったと判断しうる。

こうしたガバナンス環境に変更を迫る機会となったのが、1998年3月の金融安定化機能法および1999年3月の早期健全化法に基づく主要銀行への公的資金による資本注入である。これを機に、銀行など金融機関に対するパブリック・モニタリング（前出の図1-19のモニタリング経路〔E→C〕に該当）が強まった。いわば国民の監視が銀行行動を律することとなった。

さらに2002年1月には銀行株式保有制限法が施行された。同法は、持ち合い株が銀行決算に与える影響を制限するため、銀行およびその子会社などは、連結ベースで自己資本（厳密にはTier 1資本<sup>77</sup>）に相当する額を超えて株式などを保有してはならないという制約を課した。2003年の同法改正により銀行は2006年9月30日までに、この制約を満たさなくてはならなくなった。

銀行の株式保有額を制限するという事は、先のコール・オプションの議論を用いると、オプション価値の引き上げのために追加融資をすることが一定の合理性を持つ状況から、銀行を解放することを意味する。その結果、融資実行の可否を決めるに当たって、銀行によるモニタリングが一層重要になると同時に、その厳格度を高める必要も生じる。具体的には①借手が有するリスクについての判断力の向上（融資実行前の事前モニタリング）、②借手が有するリスクの制御力の向上（融資実行後の事後モニタリング）、③銀行自らの信用力（自己資本比率）の向上、などが銀行に求められることとなった。借手によっては、このような銀行行動の規律付けを貸し渋りと捉える向きもあったが、むしろモニタリングが事実上、機能していなかった当時の状況からの正常化と見るべきであろう。

同時に、銀行によるモニタリングの厳格化は、借手企業の経営において（規模ではな

---

<sup>77</sup> Tier 1 資本は、銀行などの自己資本のうち質の高い基本的項目に該当し、主に資本金、法定準備金、剰余金で構成される。なお、Tier 1 以外の補完的項目として、Tier 2 資本が定義されている。Tier 2 資本には、劣後ローン、劣後債、一般貸倒引当金、有価証券含み益（ただし含み益の45%が上限）などが含まれる。なおTier 2 資本はTier 1 資本と同額までしか算入できない。Tier 1 資本が、事業を継続する中で損失を吸収できる資本（going concern capital）であるのに対して、Tier 2 資本は破綻した段階で損失を吸収する資本（gone concern capital）と言い換えられることもある。三木・源間（2015）、1頁参照。

く) 利益つまり効率性を重視する姿勢を強めることにもつながった。これがバブル崩壊後の人口オーナスへの転換と相俟って、金融・財政政策の有効性や発動余力を一変させることとなった。以下、その過程を見ておこう。

### 3.5. バブル崩壊後の金融・財政政策

バブル崩壊後の企業は、当時「3つの過剰」と称された問題、すなわち過剰債務、過剰設備、過剰雇用の処理に当たった。中でも、過剰債務と過剰設備の処理は「バランスシート調整」と呼ばれ、バブル崩壊後の日本経済を象徴する表現として定着した<sup>78</sup>。

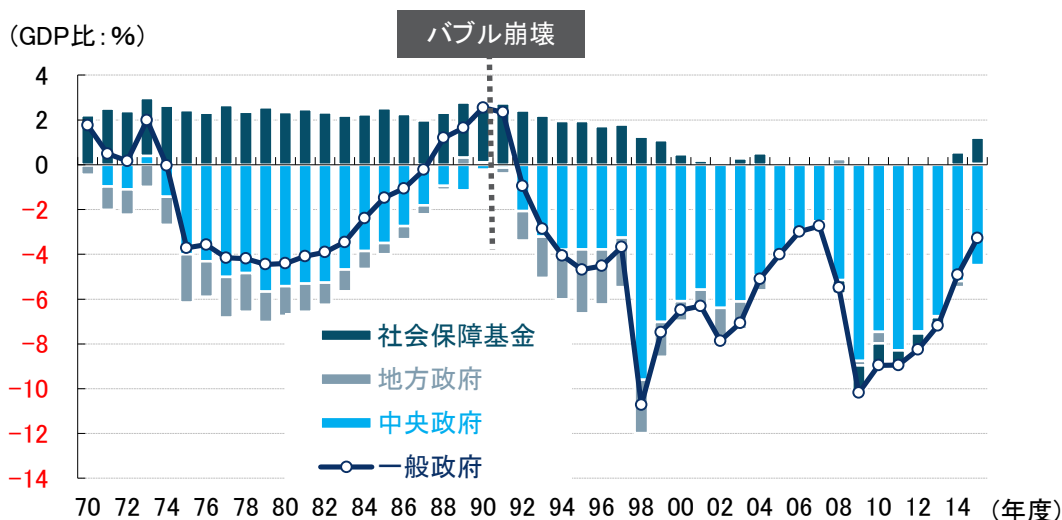
バランスシート調整はキャッシュ・フロー（貯蓄）と設備投資の関係、あるいは金利と設備投資の関係を大きく変えた。1980年代までは「キャッシュ・フロー（貯蓄）の増加→設備投資の増加」、「金利の低下→設備投資の増加」という関係がみられた。とりわけ日本では前者の関係が強くみられた。ところがバランスシート調整が進む中、1990年代に入ると、「キャッシュ・フロー（貯蓄）の増加→債務の圧縮」、「金利の低下→設備投資を刺激せず」という関係が強まり、利下げという形をとる伝統的な金融政策が実体経済を刺激する経路が細くなった。こうした中、1990年代の景気刺激策は、公共投資を通じた有効需要の注入や裁量的な減税などの財政政策に軸足を移すこととなった。その結果、一般政府（中央政府、地方政府、社会保障基金）の貯蓄投資差額は、中央政府を中心に1990年代に貯蓄不足幅を広げた（図1-23）。

短期的にはこのような拡張的な財政運営が景気や市場マインドをサポートしたことは事実である。また、企業が債務を圧縮する中、景気が急速に悪化してしまうことを避けようとした政府の政策姿勢は理解できる。ところが、景気後退とは別に、バブル崩壊後に生じたある現象が財政運営の裁量を狭めることとなった。それが既述した人口オーナスへの転換である。

人口オーナスの一つの側面である高齢化は年金、医療など社会保障関係費を押し上げた。2000年代に入る頃には、中央政府の一般会計において、社会保障関係費が地方交付税交付金や国債費を上回る最大の支出項目となった。固定的に増えがちな社会保障関係費の増加は歳出全般の固定化につながる。同時に、景気対策として裁量的に運営できる歳出の割合は低下した。

<sup>78</sup> クー（2001）は、バランスシート調整の影響を重視して、バブル崩壊後の日本経済の低迷を「バランスシート不況」と呼ぶ。その上で、バランスシート不況は通常の景気後退とは異質であり、とりわけ金融政策の有効性が失われると説く。クー（2001）、34-45頁参照。

図 1-23 一般政府の貯蓄投資差額



(注) 1. 一般政府は中央政府、地方政府、社会保障基金からなる。  
 2. 貯蓄投資差額 (IS バランス) ≡貯蓄 (S) - 実物投資 (I)  
 3. 1998年度の貯蓄不足幅の急拡大は、旧日本国有鉄道清算事業団の借入金 (3.5兆円) や債券 (3.0兆円) および国有林野事業の借入金 (2.8兆円) が中央政府一般会計に継承されたことなどによる。  
 (出所) 内閣府『国民経済計算』より作成。

また人口オナーズのもう一つの側面である生産年齢人口比率の低下は、法人税や所得税など、企業の生産活動を直接の源泉とする税収に下方圧力をかけた。そもそも日本の税制度は1949年、50年の「シャープ勧告」以来、法人税や所得税など直接税中心の税体系を維持してきた<sup>79</sup>。しかし、直接税を軸とする税制が安定的に機能するには、生産年齢人口比率が上昇ないし高水準にあることが欠かせない。既述の通り、戦後から1990年代初頭にかけての日本はこの条件を満たしていた (前出図 1-22)。ところがバブル崩壊とほぼ時期を同じくして同比率が急落し始め、2010年には64%と、G7諸国の最低水準に落ち込んだ。こうした中、直接税中心の税制は人口動態との親和性を失い、シャープ勧告からの決別が問われるようになった<sup>80</sup>。

<sup>79</sup> シャープ勧告とは、第2次世界大戦後の日本における税制の確立を目的として1949年来日したコロンビア大学教授カール・シャープ (Carl Sumner Shoup, 1902-2000) を団長とする使節団が出した「シャープ使節団日本税制報告書」(Report on Japanese Taxation by the Shoup Mission) を指す。1949年8月27日付と1950年9月21日付の2つがある。①法人税や所得税など直接税中心の税制、②酒税や関税を除く間接税の大幅な廃止、③地方税の独立税制と地方自治の強化、④法人擬制説に基づく法人税制、⑤総合所得税と富裕税の創設、などを主な内容とした。

<sup>80</sup> 日本とは反対に1950~60年代に生産年齢人口比率が下落した欧州諸国の多くは、1960年代後半から70年代初頭という早い時期に基幹税としての付加価値税 (間接税) を導入した。結果的に、

このようにバブル崩壊後、①景気対策としての公共投資の増加や裁量的な減税、②人口オーナス下での社会保障関係費の固定的な増加と直接税中心の税制の行き詰まり、などを経て、政府債務が累増した。それでも日本国民あるいは政治においては、間接税である消費税を税制の中心に据えることへの抵抗が強い。しかも、社会保障の削減にも拒絶反応がある。結果的に、政府債務の膨張には未だに歯止めがかかっていない。

ただし、日本の財政赤字を評価する際、経常収支黒字すなわち国内の貯蓄余剰（貯蓄＞実物投資）の長期継続というマクロ環境を無視することはできない。つまり日本の財政赤字は一国単位で見ると「貯蓄不足」ではなくて「貯蓄の偏り」（民間部門は貯蓄余剰、公的部門は貯蓄不足、国内全体は貯蓄余剰＝経常収支黒字）という姿をとっている。従って、民間部門が保有する貯蓄がスムーズに政府に流れている限り、長期金利の急騰という形で財政危機が具体化することは避けられる。現に、政府債務が累増する下でも、長期金利は低位にある。

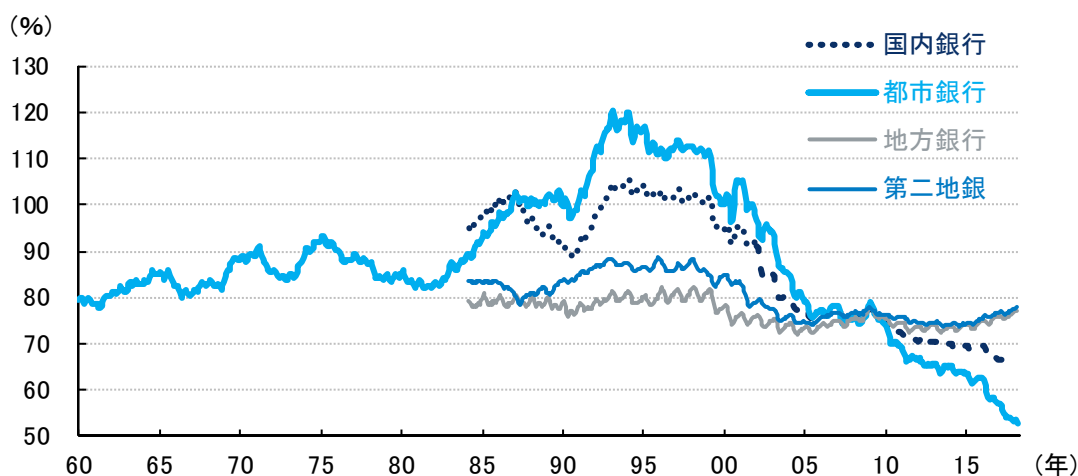
民間部門の貯蓄がスムーズに政府に流れる構図を可能にしたのが、バブル崩壊後の金融環境の変化である。まず、企業はバブル崩壊後のバランスシート調整を経て、1998年には戦後初めて貯蓄余剰主体に転じた（前出図 1-2）。その後も企業は貯蓄余剰を維持している。加えて、家計も戦後、一貫して貯蓄余剰主体である。つまり、民間非金融部門（企業、家計）が総じて貯蓄余剰主体となったことで、バブル崩壊後の金融環境は借り手不在ともいえる状態に陥った。

借り手不在という状況は、貸し手金融機関に預貸業務の縮小を迫った。実際、銀行の預貸率（貸出残高／預金残高）を見ると、特に都市銀行の下落が目立つ（図 1-24）。都市銀行の預貸率は1980年代末から2000年代初頭まで100%を超えていた。つまり都市銀行は貸出残高が預金残高を上回る状態にあり、そのためコール市場などのインターバンク市場には資金の取り手として参加していた。このような大規模な取り手がインターバンク市場にいるとき、利下げという伝統的な金融緩和策は効果を発揮しやすい。ところが今や都市銀行の預貸率は50%近くにまで下がっており、地方銀行や第二地銀をも下回る。バブル崩壊後の間接金融が銀行にとって借り手不在ならば、コール市場などインターバンク市場は借り手不在ともいえる状態にあった。

---

これらの国では人口動態と税体系の親和性が維持された。

図 1-24 国内銀行の預貸率



(注) 1. 預貸率 (%) = 貸出残高 / 預金残高 × 100  
 2. 3ヶ月移動平均。  
 3. 都市銀行の預貸率は1960年以降、国内銀行、地方銀行、第二地銀の預貸率は1984年以降を図示。  
 (出所) 日本銀行『国内銀行の資産・負債等 (銀行勘定)』より作成。

預貸率の低下と表裏をなす形で、銀行は国債への投資を軸にいわゆる預証業務に傾斜していった。日本銀行『資金循環統計』によると、国内銀行の国債保有残高は1990年度末32兆円、2000年度末65兆円、2010年度末101兆円、2015年度末94兆円という具合に、1990年代から2000年代にかけて著増した。

預貸業務が中心軸であったころの銀行は、借り手企業に対して貸し手、株主 (株式の持ち合い)、経営参加者 (役員の座り合い) という複数の立場を有していた。つまり銀行が借り手企業の意思決定に直接関わる経路が複数、確保されていた。ところが国債保有高を積み増したバブル崩壊後の銀行においては、政府に対する債権者という位置づけが高まった。一方、貸し手つまり債権者という立場から、銀行が政府の意思決定に直接関わる経路はない。それは貸し手である銀行ではなく、国民の代表である政治の役割である。これは、銀行の健全性ないしソルベンシー (最終支払い能力) が、自ら直接意思決定に関わることのできない主体 (政府) に左右される構図だ。この点で、銀行財務の健全性は政府の財政状況と一蓮托生の関係を築いたといえる。

他方、政府にとっては、安定した貸し手、しかも自らの意思決定に直接関わることのない貸し手を得たことになる。その結果、歳出の効率化など財政健全化に向けた努力が本来あるべき水準に達していなくても、長期金利は低位に抑制されやすくなった。これは財政

におけるソフト・バジェット問題である。長期金利の安定は一見、国債管理政策<sup>81</sup>の奏功ととらえることができるが、その実態は①民間非金融部門（企業、家計）を中心とする国内貯蓄余剰（経常収支黒字）、②預貸から預証に軸を移した銀行行動、などを背景とする財政のソフト・バジェット化といえる。

人口オオナスへの転換を背景に財政運営の裁量が狭まる中、1990年代末が近づくとつれて、経済政策の出動要請は金融政策へと方向づけられるようになった。実際、日本銀行は1990年8月以降6%で高止まっていた公定歩合を1991年7月から下げ始め、1990年代末には事実上、金利の非負制約に直面した。1999年2月には日本銀行史上初となるゼロ金利政策を採用した。

しかしそうした対応にも関わらず、デフレは長引いた。その背景として、①そもそも金融緩和策の導入自体が遅れた、②民間非金融部門が貯蓄余剰主体となる中、金融政策と実体経済を結び付ける経路（トランスミッション・メカニズム）が不明瞭となり、かつ狭まった、③そうした中でも利下げを続けた結果、金利が非負制約に直面し、金融政策の裁量が狭まったと市場に受け止められた、④名目実効為替ベースの円高が進むことで予想インフレ率<sup>82</sup>が抑制され、実質金利を十分下げることができなかつた<sup>83</sup>、など複数の要因を挙げることができる。

金融政策が市場を通じて実体経済に働きかけるものであることを踏まえると、市場の「期待」に影響を与えることは同政策の本質ともいえる。そのためには、経済の先行きを見通すという意味だけでなく、市場の変化に先んじる（“behind the curve”となることを避ける）という意味でも、フォワード・ルッキングな対応が求められる。この点で、上記の①は、日本銀行が自ら金融政策の効果を弱めた可能性を示唆する。

さらにバブル崩壊後の経済環境の特徴である（i）借り手不在となった民間非金融部門、

---

<sup>81</sup> 財務省は国債管理政策を「できるかぎり財政負担の軽減を図りながら、国債が国民経済の各局面において無理なく受け入れられるよう、国債の発行、消化、流通及び償還の各方面にわたり行われる種々の政策」と定義している。財務省<<http://www.mof.go.jp/jgbs/summary/policy.html>>（参照日：2018年3月10日）。

<sup>82</sup> 経済学の教科書ではしばしば「期待インフレ率」との表記が使われる。これは英語の“expected inflation”あるいは“inflation expectations”を和訳したものである。例えば、齊藤・岩本・太田・柴田（2010）も期待インフレ率との表記を用いている。齊藤・岩本・太田・柴田（2010）、152頁参照。しかし、日本銀行を含む金融政策の実務の場では「予想インフレ率」あるいは「予想物価上昇率」との表記が使われることが増えている。例えば、西野・山本・北原・永幡（2016）もそのタイトルで予想物価上昇率との表記を用いている。本論文も以下、予想インフレ率との表記を用いる。

<sup>83</sup> 第2章第1節で見ると、実質金利が自然利子率より低く抑えられたときに、金融政策は実体経済に対して緩和的となりうる。

(ii) 取り手不在となったインターバンク市場、(iii) 預貸から預証への移行を余儀なくされた銀行業務、などを経て、日本経済の構造自体が利下げという伝統的な金融政策との親和性を失った。

### むすび

日本では 1990 年代、短期金利を主たる操作目標とする伝統的金融政策と実体経済との親和性が失われ、その後、日本銀行は非伝統的金融政策に傾注していった。本章は、その背景で起きていた経済の構造的な変化を描くことを目的とした。その上で、本章は以下の 4 点を明らかにした。

第 1 に、金融政策と実体経済との親和性をとらえる上で、経済主体の金融面での行動と実体経済面での行動を一体として論じる必要があるが、その際、貯蓄投資差額（資金過不足）が有用な概念となることを示した。その貯蓄投資差額に基づいて、1990 年代末に非金融法人が貯蓄不足主体（資金の取り手）から貯蓄余剰主体（資金の出し手）に転じたことが、伝統的金融政策が実体経済との親和性を失った要因として大きいことを明らかにした。

第 2 に、なぜ第 2 次世界大戦以降、長きにわたって貯蓄不足主体であった非金融法人が、1990 年代末に貯蓄余剰主体に転じたのかを、戦時体制下の日本まで遡って、制度の視点から論じた。戦時体制下で導入された各種法令や制度が、その後「日本的」と称される金融システムや雇用システムの形成につながったことは、すでに野口（1995）や Hoshi and Kashyap（2001）などが示している。しかし本章は、そのような法令や制度が、規模（負債と実物資産の積み増しを通じたバランスシートの拡大）を重視した企業ガバナンスと制度的補完性を持ったことで、非金融法人の貯蓄不足を長期間、定着させたにことまで論じた。その上で、1980 年代の円高進行や金融の自由化・国際化、その後のバブル崩壊といった環境変化が、規模を重視した企業ガバナンスから、効率（負債の圧縮と貯蓄の確保を通じた収益性の向上）を重視した企業ガバナンスへの移行を促し、その延長線上で、非金融法人は 1990 年代末に貯蓄余剰主体に転じたと論じた。このように制度という視点を織り込むことで、非金融法人の貯蓄投資差額の変遷を明らかにした。

第 3 に、貯蓄投資差額を国際比較することで、継続的に、しかも年間 GDP 比 5% 程度という大きな規模で貯蓄超過状態にあるのは日本の非金融法人であり、米国やユーロ圏はそのような事態には至っていないことを明らかにした。非金融法人の貯蓄余剰主体への転



化が伝統的金融政策と実体経済の親和性の低下につながったという本章の視点に立つことで、主要先進国の中でも特に日本がそのような親和性の低下に、より強く直面したことを示した。

第4に、1990年代初頭に始まった新たな人口動態すなわち人口オーナスへの転化も、同時期に見られたバブル崩壊と相俟って、伝統的金融政策の効果を弱めたことを示した。人口ボーナスから同オーナスへの転化は、直接税を中心とした税制度の行き詰まり、および社会保障関係費の固定的な増加を経て、政府債務の累増につながり、機動的な財政政策運営を難しくした。これが1990年代後半に向けて経済政策の軸足を財政政策から金融政策に移すきっかけとなった。ところが、バブル崩壊後のバランスシート調整を経て、非金融法人が貯蓄余剰主体となる中、金融環境は借り手不在となっていた。結果的に、伝統的金融政策はひもを押す状態となり<sup>84</sup>、実体経済を刺激する効果が弱まった。

上述したように、1980年代から1990年代初頭にかけて、日本経済は大きな環境変化に直面した。金融の自由化・国際化、プラザ合意を嚆矢とする円高進行、バブルの崩壊、人口ボーナスからオーナスへの転化は、その代表例である。とりわけ人口動態は、人口オーナスへの転化を通じて、バブル崩壊後の日本経済をより深く、長く、広く調整圧力にさらすこととなった。

本来であれば、経済構造の変化を受け止めた上で、新たな構造下での成長戦略が描かれるべきであった。つまり政策の対象を経済構造に移すという形で、処方箋自体を書き換える必要があった。しかし、経済政策の軸が金融政策から離れることはなかった。むしろ日本銀行は、新たなフロンティアを求めて、いわゆる非伝統的な領域へと足を踏み入れることとなった。そこで第2章では、日本銀行の「量的・質的金融緩和」(QQE)を主たる題材とし、国際比較も交えながら、非伝統的金融政策のメカニズム、期待される効果、効果の達成度合いを評価するためのフレームワークを考察する。

---

<sup>84</sup> 金融政策が効力を失う姿はしばしば「ひもを押す」と表現される。これは英語での“pushing on a string”に由来する。

## 第2章 「量的・質的金融緩和」(QQE)の展開

### はじめに

2013年4月4日、黒田東彦総裁の下、日本銀行は「量的・質的金融緩和」(QQE)を導入した。同政策がそれ以前の政策と異なった点は、

① 「物価安定の目標」の実現に要する期間を明示<sup>1</sup>

総合消費者物価指数(CPI)の前年比上昇率2%という「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いてできるだけ早期に実現

② 操作目標を金利から量に変更

量的緩和を推進する観点から、金融調節(オペ)の操作目標を従来の無担保コールレート(オーバーナイト物)からマネタリーベースという量的指標に変更

③ 国債買入れオペの大幅増額

国債買入オペを量的緩和の実現手段と位置付け、大幅に増額

④ 「質的緩和」の側面も強調

1) デュレーションリスクの吸収(買入れ対象国債の残存年限の長期化)

2) 市場のリスク・プレミアムの吸収(ETF、J-REITの買入れ増額)

⑤ フォワード・ガイダンスの導入

上記①の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点までQQEを継続

の5つにまとめられる。QQEはあらゆる点で市場の事前予想を上回る緩和策であった<sup>2</sup>。

今後、QQEに代表される日本銀行の金融政策が「物価安定の目標」を実現し、滑らかに「テイパリング」(量的緩和の縮小)ひいては「出口」(利上げ)に移行できるかは市場、とりわけ国債市場の大きな関心事であり、同時に、根強い不安材料でもある。

ただし、この政策は本来、第1の矢(大胆な金融政策)、第2の矢(機動的な財政政策)、第3の矢(民間投資を喚起する成長戦略)からなる政策パッケージであるアベノミクスの一部である。そこで本章では、アベノミクスの3本の矢の補完関係をマクロ経済のフレー

<sup>1</sup> 「物価安定の目標」自体は2013年1月22日に、白川方明総裁(当時)の下で導入された。

<sup>2</sup> 市場が事前に想定していた策で、この「量的・質的金融緩和」(QQE)に含まれなかったものを強いて挙げるとすれば、「補完当座預金制度」における超過準備に対する付利(IOER: interest on excess reserves)の引き下げぐらいであろう。

ムワークで考察し、その後、第1の矢に当たる非伝統的金融政策のメカニズムを操作目標、中間目標、最終目標の観点から掘り下げる。「期待」がいかに重要な役割を担っているかも、その過程で強調される。QQEを一例とする非伝統的金融政策の作動メカニズムとその効果を評価するためのフレームワークを描くことに主眼を置く。

### 第1節 アベノミクスにおける「3本の矢」の補完関係

#### 1.1. 「第1の矢」と「第2の矢」の補完関係：IS曲線への働きかけ

まずは第1の矢と第2の矢の関係を見ていこう。これらはいずれも比較的短期の景気循環に働きかけるものである。そのため、IS-LMモデルを用いることで両者の分業関係をシンプルに描くことができる<sup>3</sup>。原田・齋藤(2014)も同様のフレームワークでアベノミクスの議論を展開している<sup>4</sup>。

名目金利が非負制約に直面しておらず、上にも下にも動ける状態は、シンプルなIS-LMモデルでは図2-1のように示される。IS曲線は実物経済での需給の均衡関係を表す。一般に、金利(厳密には実質金利)が下がると、設備投資、住宅投資、あるいは円安を通じて輸出が増加する可能性があるため、縦軸に金利、横軸に実質GDPをとると、IS曲線は右下がりとなる(金利が下がると実質GDPが増える)。一方、LM曲線は金融市場での需給の均衡関係を示す。「流動性選好理論」(liquidity preference theory)<sup>5</sup>に基づくと、一般に実質GDPが増えると、取引動機や予備的動機から流動性に対する需要が強まり、金利(厳密には名目金利)が上がる。そのためLM曲線は右上がりとなる(実質GDPが増えると金利が上がる)。両者の交点( $E_0$ )で実物経済と金融市場は同時に均衡する。

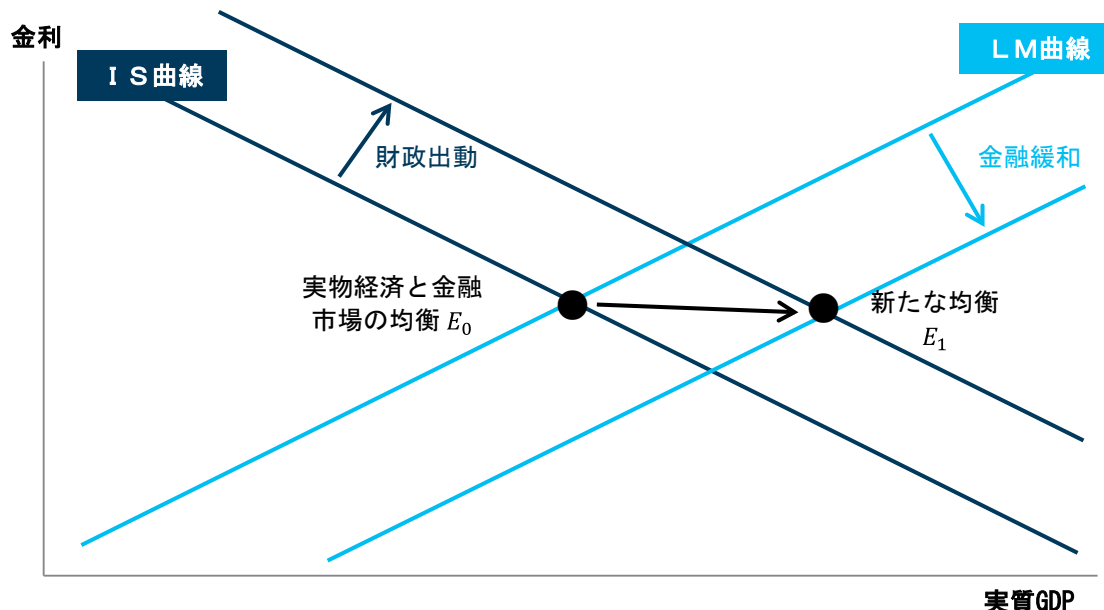
<sup>3</sup> IS-LMモデルは財市場と金融市場の均衡の相互関係を簡潔に描くツールとして有用である。しかし、簡潔であるがゆえにいくつかの難点がある。代表的には①動学的(dynamic)あるいは通時的(intertemporal)ではなく静的(static)である、②供給側を含んでいないため内生的に物価を確定できない、③経済主体の期待(合理的期待である必要はない)を十分に織り込んでいない、④経済主体の最適化行動を反映していない、⑤経済主体の予算制約を反映していない、⑥先進国では貨幣市場に劣らぬ規模を有する国債市場が内在しない、⑦金融政策と財政政策の協調(coordination)が内生されてない、などが挙げられる。これらを含めて、改めて第4章第1節および同章補論でIS-LMモデルを取り上げる。

<sup>4</sup> 原田・齋藤(2014)、5-7頁。

<sup>5</sup> Keynes(1936)は、貨幣保有の動機を①取引に備えて決済手段としての貨幣を保有する「取引動機」(transactions motive)、②不意の支出に備えた貨幣保有である「予備的動機」(precautionary motive)、③貨幣のコストである金利が上昇(下落)すると価値保蔵手段としての貨幣需要が弱まる(強まる)という資産選択に基づく「投機的動機」(speculative motive)の3つに分類した。これは一般に「流動性選好理論」(liquidity preference theory)あるいは「貨幣選好理論」(cash preference theory)と呼ばれる。LM曲線が右上がりとなる主な理由は①と②の動機にある。塩野谷(1995)、164-198頁、西村・深町・小林・坂本(1991)、124-129頁などを参照。

この場合、金融緩和で LM 曲線を下げ、財政出動で IS 曲線を右にシフトさせると、両者の交点は  $E_1$  に移る。このとき金利が比較的安定した状態で実質 GDP は増加するため、経済政策が一定の効果を出したと解釈できる。

図 2-1 金利が非負制約に直面していないときの IS-LM モデル



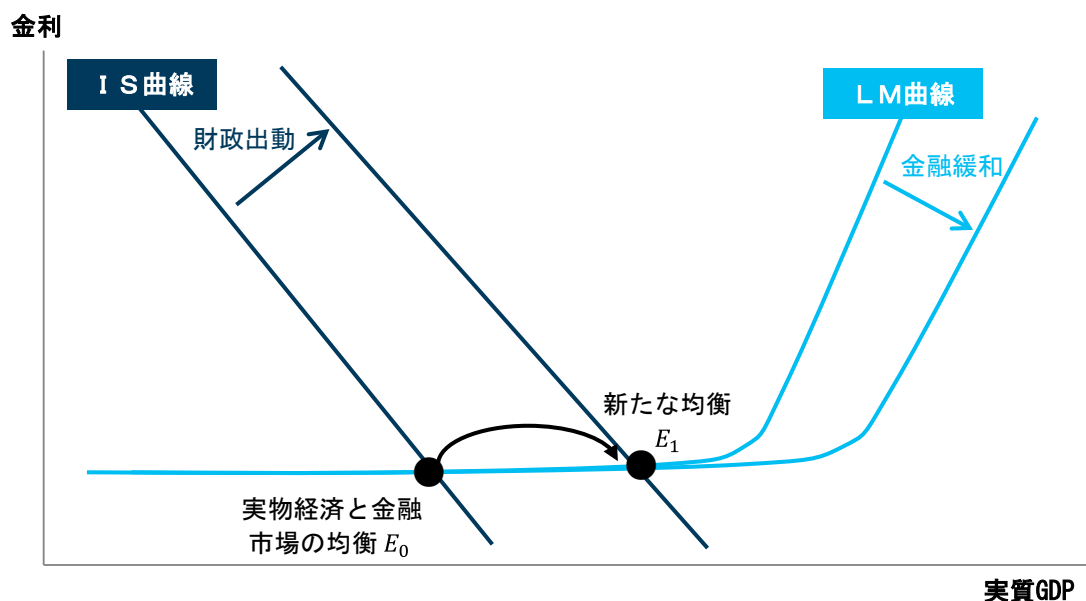
(出所) 筆者作成。

しかし、日本の現状では名目金利、特に名目短期金利は非負制約に直面しており、下がる余地はほぼない(短期債の価格上昇余地はほぼない)。こうした状態では少しの金利変動に対して、投機的動機に基づく流動性需要が極端に振幅する。つまり流動性需要の利子弾性値(の絶対値)が非常に大きくなり、LM 曲線は水平に近づく(図 2-2)。これが「流動性のわな」(liquidity trap)と呼ばれる状態である。

この場合、金融緩和で LM 曲線を右に押し出しても、LM 曲線の水平部分と交わる IS 曲線との交点 ( $E_0$ ) はまったく動かない。したがって、教科書的な議論では、流動性のわなの下、金融緩和が実質 GDP を刺激する余地はほとんどなくなる。一方、財政出動による IS 曲線の右へのシフトは均衡点を  $E_1$  に移す。しかも金利上昇が起きにくいいため、「クラウディング・アウト」(crowding out)<sup>6</sup>も回避でき、財政政策の乗数も高まりやすい。つ

<sup>6</sup> クラウディング・アウトとは、財政出動に伴って長期金利が上がることで民間需要(例えば民間設備投資)がかえって抑えられてしまう現象を指す。流動性のわなの下では、長期金利が上がりにくいいため、財政出動に伴うクラウディング・アウトは起きにくい。

図 2-2 金利が非負制約に直面しているとき(流動性のわな)のIS-LMモデル



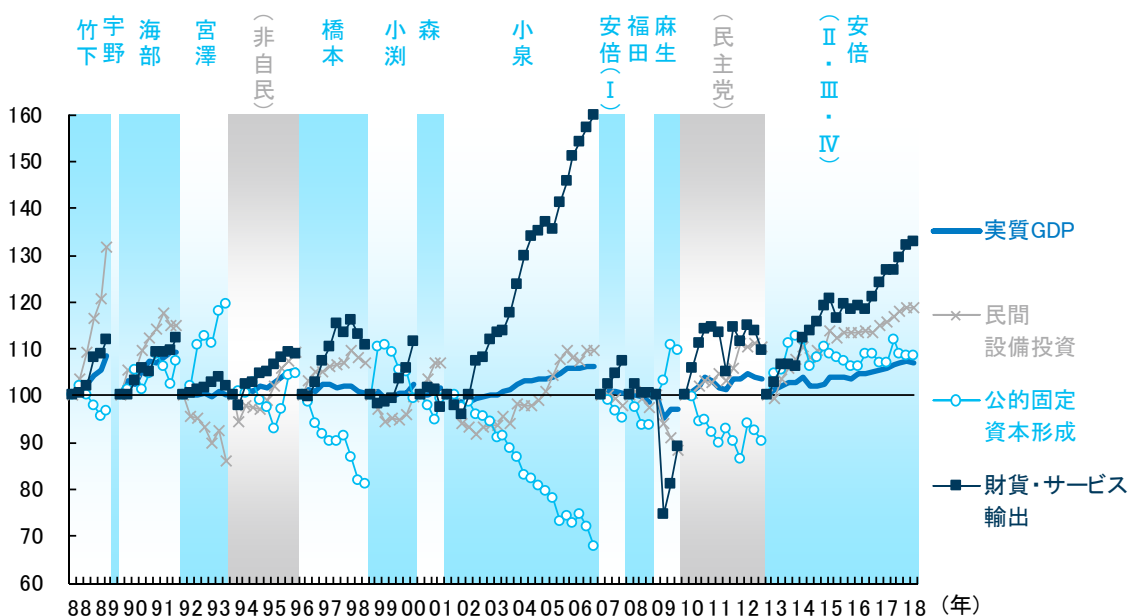
(出所) 筆者作成。

まり、金利が非負制約に直面した時には、財政政策の方が有効であると解釈される。

こうした教科書的な議論をアベノミクスの枠組みで言い換えると、流動性のわなの下では、第1の矢(大胆な金融政策)よりも第2の矢(機動的な財政政策)の方が効果を発揮しやすいということになる。事実、第2次安倍内閣が始まった2012年末から2014年にかけて、公的固定資本形成は大きく増加した(図2-3)。日本がバブル経済<sup>7</sup>を謳歌していた1980年代後半の竹下登内閣以降を対象とすると、アベノミクスの初期時点(2012年末~2014年)で見られた公的固定資本形成の増加ペースを上回るスピードで同資本形成を増やしたのは宮澤喜一内閣のみである。さほどにアベノミクスの当初2年程度の経済を語る上で、公的固定資本形成の増加つまり第2の矢の存在は大きい。

<sup>7</sup> 日経225平均株価は1989年の最終取引日である12月29日に38915.87円の史上最高値をつけ、その後、長期の下落トレンドに入った。なお、日経平均株価がピークを打ったときの内閣は海部俊樹内閣である。

図 2-3 内閣別に見た GDP と主要需要項目



(注) 1. 各内閣における実質 GDP と需要項目の推移を各内閣の最初の四半期を 100 として指数化。  
 2. 宇野内閣下の実質 GDP および需要項目は図示していない。  
 3. 安倍 (I) は第 1 次安倍内閣、安倍 (II・III・IV) は第 2 次、第 3 次、第 4 次安倍内閣を指す。

(出所) 内閣府『国民経済計算』より作成。

では第 1 の矢である QQE は本当に実体経済に対して無力なのであろうか。必ずしもそうではない。ここで重要となるのが「期待」への働きかけである。流動性のわなの下では、短期債を中心に債券価格の上昇余地(金利の低下余地)は極めて小さくなるが、為替や株価にはこうした制約はない。実際、市場の期待に働きかけることで、QQE(あるいは QQE 導入への期待)をきっかけに円は減価し、株価は上昇した。円安は一定程度、実質輸出をサポートするであろう。また、株価の上昇は「トービンの  $q$ 」(Tobin's  $q$ )<sup>8</sup>の観点からは設備投資を、「資産効果」(wealth effect)の観点からは資産保有量が多い高齢者を中心に個人消費を刺激する可能性がある。つまり、一般的な教科書の議論とは異なり、流動性のわなの下、QQE は期待に働きかけることで(LM 曲線ではなく)むしろ IS 曲線のシフトを企図していると解釈できる<sup>9</sup>。あるいは、いわゆる非伝統的金融政策とは、期待を媒介

<sup>8</sup> 「トービンの  $q$ 」のうち「平均  $q$ 」は「企業価値/企業資産の再取得費用」、「限界  $q$ 」は「企業価値の増分/企業資産の再取得費用の増分」と定義できる。本来、設備投資と連動するのは平均  $q$  ではなく限界  $q$  であるが、限界  $q$  は多くの場合、観察不能であるため、観察可能な平均  $q$  を用いて設備投資との関連を議論することが多い。この場合、自社株価の上昇は平均  $q$  を押し上げることで設備投資の誘因となりうる。

<sup>9</sup> この点は翁(2014)が触れている。翁(2014)、5-7頁参照。なお、本文で後述するように、より今日的なマクロ経済学の基本モデルであるニューケインジアン・モデルにおいては、そもそも LM

変数として IS 曲線に働きかけることを企図した金融政策ということもできる。

つまりアベノミクスにおいて第1の矢と第2の矢はいずれも IS 曲線を右に押し出すという点で補完関係にある。なお、そのような政策効果が実現するかは、実際に QQE によってどの程度、期待が好転するかに依存する。これは非伝統的金融政策の要諦に関わる問題であり、本章第4節で考察する。

### 1.2. 「第1の矢」と「第3の矢」の補完関係：「実質金利<自然利子率」の実現

第1の矢と第3の矢については、前者が比較的短期の景気循環に作用するのに対して、後者は長い目で見た経済の成長率に働きかける。したがって先の第1の矢と第2の矢の関係と同じように、第1の矢と第3の矢の関係を IS-LM モデルで描くことはできない。しかし別途、2つの金利の概念に着目することで、第1の矢と第3の矢を統合された1つのモデルで扱うことが可能となる。その2つの金利の概念に当たるのが「実質利子率」(real rate of interest) と「自然利子率」(natural rate of interest) である。

実質利子率(実質金利)はアーヴィング・フィッシャー(Irving Fisher、1867-1947)が Fisher (1930) で導入した概念であり、名目金利と予想インフレ率の差で表される。一方、自然利子率はスウェーデン学派の祖とされるクヌート・ヴィクセル(Johan Gustaf Knut Wicksell、1851-1926)が Wicksell (1898) で提唱した概念であり、景気に対して中立的、すなわち貯蓄と投資が等しくなる実質金利を指す<sup>10</sup>。この自然利子率は「均衡実質金利」や「中立利子率」と呼ばれることもある。経済学において、「自然」とは価格が完全に伸縮的で瞬時に調整される仮想的な世界を指す<sup>11</sup>。したがって、自然利子率とはそのような仮想的な世界で実現する実質金利とも言える。この自然利子率より実際の実質金利を低くしたとき、金融政策は実物経済に対して緩和的といえる<sup>12</sup>。

---

曲線自体が存在しない。

<sup>10</sup> ただし Hayek (1929) が指摘するように、Wicksell (1898) 自体は“natural”(自然)ではなく“real”という単語を使って「実物利子率」(real rate of interest)と表記した。一方、Fisher (1930) で導入された real rate of interest は、同じ“real”でも日本語では「実質利子率」と訳される。この点については Keynes (1930a) も、ヴィクセルの実物利子率(すなわち自然利子率)とフィッシャーの実質利子率(実質金利)を混同しないようにと注意を促している (Keynes (1930a)、小泉・長澤訳 (1979)、203 頁参照)。なお自然利子率についての解説として小田・村永 (2003) が挙げられる。

<sup>11</sup> Friedman (1968) で提唱された“natural rate of unemployment”(自然失業率)における“natural”(自然)も同様である。これは、完全に伸縮的な価格体系の下、経済が完全雇用を実現したときの失業率を指す。

<sup>12</sup> 小田・村永 (2003) は、「ブラインダー元連邦準備制度理事会副議長は、著書の中で、『中央銀行は定期的に中立的な実質金利の推定値を出し(それも一つの数値ではなく、いくつからいくつの

この2つの金利の概念を明示的に組み込むのが「ニューケインジアン・モデル」(New Keynesian model)である。このモデルの骨格は以下の3本の方程式で表される。

$$\begin{cases} \pi_t = E_t \pi_{t+1} + a \cdot y_{gap,t} + \varepsilon_t \cdots (2-1) \\ y_{gap,t} = E_t y_{gap,t+1} - \varphi(i_t - E_t \pi_{t+1} - \bar{r}) + \delta_t \cdots (2-2) \\ i_t = \bar{r} + \pi^* + \alpha(\pi_t - \pi^*) + \beta \cdot y_{gap,t} + \omega_t \cdots (2-3) \end{cases}$$

ここで  $\pi_t$  は  $t$  期におけるインフレ率、 $E_t \pi_{t+1}$  は  $t$  期における  $t+1$  期の予想インフレ率、 $y_{gap,t}$  は  $t$  期における需給ギャップ、 $E_t y_{gap,t+1}$  は  $t$  期における  $t+1$  期の予想需給ギャップ、 $i_t$  は  $t$  期における名目政策金利、 $\bar{r}$  は一定期間において定数とみなされる自然利子率、 $\pi^*$  は政府や中央銀行が掲げる目標インフレ率、 $\varepsilon_t$  は  $t$  期におけるコストショックあるいは価格ショック(原油価格の急変動によるコストや価格の変動など)、 $\delta_t$  は  $t$  期における需要ショック(円安による実質輸出の増加や財政政策による公的固定資本形成の増加など)、 $\omega_t$  は  $t$  期における金融政策ショック、 $a$ 、 $\varphi$ 、 $\alpha$ 、 $\beta$  は正の推計パラメータを表す。

式(2-1)は需給ギャップ  $y_{gap,t}$  と予想インフレ率  $E_t \pi_{t+1}$  に応じてインフレ率  $\pi_t$  が変動する姿を表す「フィリップス曲線」(Phillips curve)<sup>13</sup>、式(2-2)は実質金利  $i_t - E_t \pi_{t+1}$  と需給ギャップ  $y_{gap,t}$  の関係を表す「期待IS曲線」、式(2-3)はインフレギャップ  $\pi_t - \pi^*$  や需給ギャップ  $y_{gap,t}$  に応じて名目政策金利  $i_t$  を調節する「金融政策反応関数」(monetary policy reaction function)である。

このうち、上述した実質金利  $i_t - E_t \pi_{t+1}$  と自然利子率  $\bar{r}$  という2つの金利の関係が明示的に現れるのが式(2-2)の期待IS曲線である。同式の右辺にある  $(i_t - E_t \pi_{t+1} - \bar{r})$  は実質金利と自然利子率の乖離幅を表しており、しばしば「実質金利ギャップ」と呼ばれる。この実質金利ギャップ  $(i_t - E_t \pi_{t+1} - \bar{r})$  が負となると、 $\varphi$  が正であるがゆえに需給ギャップ  $y_{gap,t}$  は改善する。実質金利ギャップが負ということは、 $i_t - E_t \pi_{t+1} < \bar{r}$  つまり「実質金利 < 自然利子率」という関係に他ならない。ここから、実質金利を自然利子率より低く抑えたとき、金融政策は実体経済に対して緩和的といえる。

このようにニューケインジアン・モデルによって、実質金利ギャップが金融政策の実体経済に対する有効性を図る一つの指標になりうることを示される。ただし、克服すべき1つの問題がある。「自然」という概念は価格が瞬時に調整される仮想的な世界で想定されるも

---

間というように幅を持たせた形で)、その推定値を金融政策の評価に当たっての基準値として用いてはどうか』としている」として Blinder (1998) を引用している。小田・村永 (2003)、1頁参照。

<sup>13</sup> フィリップス曲線については本章第4節で取り上げる。



のであった。したがって自然利子率を実際のデータで観察することはできない。自然利子率が観察不能であれば、実質金利ギャップを実証分析に用いることもできない。

しかしこの問題は、新古典派経済学に基づく経済成長論の知見を借りることで克服できる。なぜならば経済成長論は、いくつかの前提を置くことで自然利子率が潜在成長率によって近似できることを示してくれるからである<sup>14</sup>。すなわち「自然利子率≒潜在成長率」という関係が成り立つ。しかも潜在成長率は実際のデータから推計できるため、実質金利ギャップも推計可能となる。

ここで、期待IS曲線である式(2-2)に立ち返ると、同式において金融政策が実体経済に対して緩和的となる「実質金利<自然利子率」という条件は、「実質金利<潜在成長率」という形で、観察や推計が可能な変数によって読み替えることができる。実質金利を中央銀行による政策(金融政策)の対象、潜在成長率を政府による政策(成長戦略)の対象とみなすことで、「実質金利<潜在成長率」という関係を実現させるには、金融政策によって実質金利を抑えると同時に、成長戦略によって潜在成長率を押し上げることが求められる。これこそがアベノミクスにおける第1の矢と第3の矢の補完関係である<sup>15</sup>。

では、実際に「実質金利<潜在成長率」という関係が日本で成り立っているか見てみよう。なお比較対象として米国についても同様の検証をする。実質金利は日本、米国それぞれの政策金利(日本では無担保コールレート・オーバーナイト物、米国ではフェデラル・

<sup>14</sup> 「自然利子率≒潜在成長率」という関係を得る上での主要な前提は、①相対的リスク回避度 $\mu \approx 1$ (ただし1ではない)、②時間選好率 $\rho \approx 0$ 、③労働力人口の成長率 $n \approx 0$ である。①は1人当たり消費量 $c_t$ の水準に関わらず、 $c_t$ が1%増加すると、消費者の追加的な満足度(限界効用 $u'(c_t)$ )も1%程度高まることを意味する。なお、 $\mu = 1$ ではなく $\mu \approx 1$ という近似式を用いる理由は、効用関数が

$$u(c_t) = \frac{c_t^{1-\mu} - 1}{1-\mu}$$

と設定されているからである。効用関数をこのように定式化することで、相対的リスク回避度 $\mu \equiv -\frac{u''(c_t) \cdot c_t}{u'(c_t)}$ は定数となるが、 $\mu = 1$ では効用関数の分母が0となり、効用関数が定義

できなくなる。したがって $\mu \approx 1$ とされる。②は消費のタイミングが現在か将来かに関わらず、1単位の $c_t$ から消費者が同程度の効用を得ることを指す。③は近似的には技術進歩率 $g_A =$ 潜在成長率 $\bar{g}$ という状況を意味する。①、②、③を前提としたとき、自然利子率は潜在成長率によって近似できる。詳細は小田・村永(2003)、3-4頁参照。

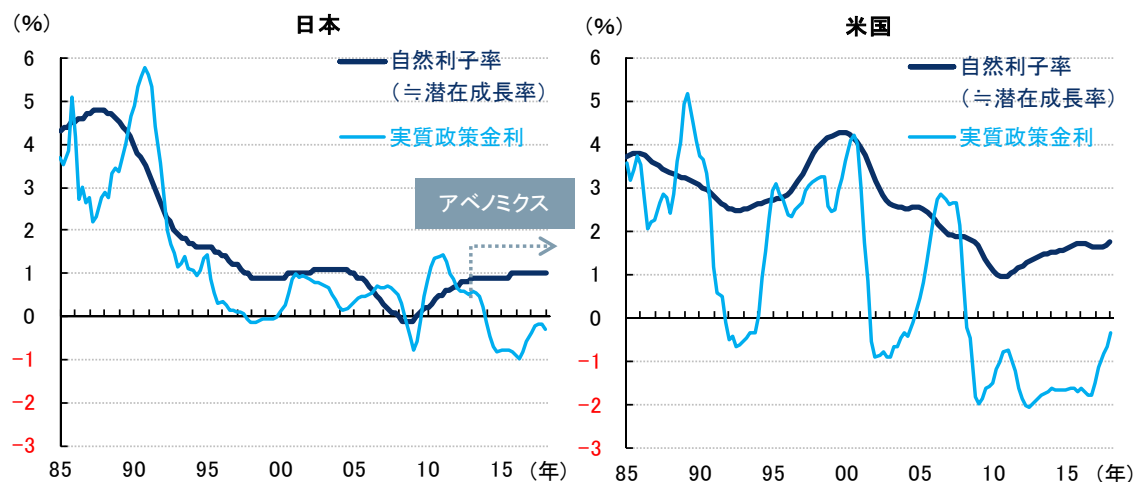
<sup>15</sup> 不確実性が存在しない状況において、独立した $k$ 個の政策目標を同時に実現するには、最低でも $k$ 個の独立した政策手段が必要となる。これはヤン・ティンバーゲン(Jan Tinbergen, 1903-1994)がTinbergen(1952)において立証したもので、しばしば「ティンバーゲンの定理」と呼ばれる。この定理に基づくと、実質金利を引き下げ、自然利子率を引き上げるには、少なくとも2つの独立した政策手段が求められる。その手段と位置付けられるのが、アベノミクスにおける金融政策(第1の矢)と成長戦略(第3の矢)である。

## 第2章 「量的・質的金融緩和」(QQE)の展開

ファンダ・レート (FF レート)) を CPI で実質化したものを用いる。また、潜在成長率については、日本では内閣府が四半期ごとの GDP 統計 (1 次速報、2 次速報) の発表後に推計値を公表している。また、米国では議会予算局 (CBO : Congressional Budget Office) が推計値を公表している。

日本では 1990 年代初頭のバブル崩壊から 2000 年代初頭にかけて、概ね「実質政策金利 < 自然利子率」という関係が見られた (図 2-4)。つまり、金融政策は実物経済に対して緩和的であった。しかし 2000 年代半ばを過ぎると、自然利子率 (≒ 潜在成長率) が低下した。2000 年代後半に入ると、両者はいずれもゼロ% 台前半という低い水準でほぼ等しくなった。特に 2008 年のリーマンショック以降は自然利子率がゼロ% 近辺まで下がり、金融政策が実体経済を刺激できる経路が細くなってしまった。

図 2-4 日・米に見る実質金利と自然利子率の関係



- (注) 1. ここでは自然利子率の代理変数として潜在成長率を使用。  
2. 実質政策金利 = 政策金利 - 食料・エネルギーを除く CPI 前年比変化率 (但し四半期データに基づく過去 1 年の移動平均)。

(出所) 内閣府、日本銀行、Congressional Budget Office、Federal Reserve Board より作成。

一方、米国では「実質政策金利 < 自然利子率」という関係が長期間、成り立っている。背景として、積極的な金融緩和によって実質金利を引き下げたことが挙げられる。しかし、それだけではない。自然利子率が今なお 1% 台半ばから後半と、日本より高く維持されていることも大きい。先に述べたように、実質政策金利は中央銀行による政策の対象、潜在成長率は政府による政策の対象とみなすことができるが、米国では両者がかみ合うことで金融政策が作用しやすい環境を維持してきた。これこそが政府と中央銀行の協調

(coordination)であり、アベノミクスの第1の矢と第3の矢が目指すべきところである。

### 1.3. 「第2の矢」と「第3の矢」の補完関係：希薄な補完性

ここまで第2の矢と第3の矢がそれぞれ、どのように第1の矢と補完関係にあるかを見てきた。これに対して、第2の矢と第3の矢の間に直接的な補完関係を見出すのは難しい。もちろん理論的には、公的固定資本形成を通じた社会インフラの構築が資本ストックの蓄積を促し、ひいては潜在成長率を高めるという推論は可能である。この場合、第2の矢が第3の矢を側面支援するといえる。

しかし、現実問題として財政赤字というコスト制約を考慮しなくてはならない。社会インフラの蓄積によって実現する限界生産物がプラスであるとしても<sup>16</sup>、財政をファイナンスするためのコストである実質金利を限界生産物が上回る保証はない。まして、日本のように財政赤字が膨大な額に膨らむ中では、財政の持続性に対する市場の信認が得られず、金利が思わぬ幅で上昇するリスクを排除できない。結果的に「社会インフラの限界生産物<実質金利」となれば、むしろ中長期的な成長に対する足かせにさえなりうる。

結局、アベノミクスの3本の矢の補完関係は「第1の矢と第2の矢」、「第1の矢と第3の矢」を中心とするといえる。このような補完関係の下で、3本の矢が放たれる。ただし、政府債務を背景とする財政制約を念頭に置けば、第2の矢をアベノミクスの主軸とすることは難しい。この意味で、アベノミクスにおいては第1の矢を先鋒として、極力、安定的に「実質金利<自然利子率」となる時間帯を確保し、その時間を有効活用しながら、長期戦である第3の矢を通して潜在成長率を引き上げることが求められる。

## 第2節 金融政策における手段と目標

### 2.1. 政策手段、操作目標、中間目標、最終目標

アベノミクスの当面の先鋒である金融政策は、その実施過程において財政政策と異なる点がある。すなわち財政政策が予算と法律に基づく行政権の行使であるのに対して、金融政策は金融市場の中での銀行実務（金融調節）として行われる。つまり、金融政策は権力の行使ではない。そのため、政策の意図した効果がいつ、どのような形で現れるかを事前

<sup>16</sup> IS-LMモデルにおいてLM曲線が右上がりないし水平（流動性のわな）のとき、公共投資の直接的なGDP押し上げ効果はクラウディング・アウトを上回る。そのため、公共投資の限界生産物はプラスとなる。

に見定めることは難しい。

そこで、金融政策の場合、政策手段から最終的な目標までの道のりを複数の段階に分けて整理することが多い。代表的な整理の仕方は「政策手段→操作目標→中間目標→最終目標」<sup>17</sup>である。

「政策手段」とは、主に①金融調節（公開市場操作、オペとも呼ばれる）、②中央銀行による貸出金利（公定歩合など）の操作、③法定準備率（あるいは所要準備率）の操作を指し、中央銀行が自らの意思で実務的に働きかけることができる指標を指す。ただし、中央銀行はこれら3つの手段を同じような頻度で用いるわけではない。今日の金融政策においては金融調節が最も頻繁に使われる手段である。一方、公定歩合や法定準備率が金融政策の一環として操作されることは、金融・資本市場の発達した先進国を中心にほとんどない<sup>18</sup>。ただし中国人民銀行（PBoC：People's Bank of China）など一部の新興国では、金融政策の一環として法定準備率が操作されている<sup>19</sup>。

「操作目標」は、金融政策の最終目標を達成するために、中央銀行が政策手段を行使することで直接的にコントロールできる金融変数を指す<sup>20</sup>。代表例は政策金利、マネタリーベース、準備預金残高などである。主要中央銀行の政策金利は、日本銀行が無担保コールレート（オーバーナイト物）（ただし1995年3月以前は公定歩合）、米国連邦準備制度（FRS）がフェデラル・ファンド・レート、欧州中央銀行（ECB）がメイン・リファイナンス・オペ金利、イングランド銀行（BoE）がオフィシャル・バンク・レートである。

「中間目標」は操作目標と最終目標を介在する指標である。春井（2013）は中間目標が満たすべき3つの要件として「第1に、操作目標によって中間目標をコントロールできることである。第2に、中間目標と最終目標との間に安定的な関係が存在することである。第3に、正確な情報が迅速に入手できることである」<sup>21</sup>としている。代表例はマネーストック<sup>22</sup>、信用量（貸出残高）、長期金利、貸出金利などである。

<sup>17</sup> 後述するように、こうした整理の仕方を「2段階アプローチ」と呼ぶ。

<sup>18</sup> 例えば、日本銀行が最後に公定歩合（現行呼称は基準割引率および基準貸付利率）、法定準備率を調節したのは、それぞれ2008年12月19日の引き下げ、1991年10月16日の引き下げである。

<sup>19</sup> 中国人民銀行は法定準備率の操作を金融政策の手段としてしばしば用いる。法定準備率すなわち所要準備率は英語では“reserve requirement ratio”であることから、市場では略して“RRR”（トリプル・アール）と呼ばれる。

<sup>20</sup> ここでの定義は舘・鈴木・貝塚・蠟山（1994）に準拠するが、今日的な経済環境に合わせて若干、筆者が変更している。

<sup>21</sup> 春井（2013）、157頁。

<sup>22</sup> マネーストック（通貨残高）という呼称を日本銀行が使い始めたのは2008年6月であり、それ以前はマネーサプライ（通貨供給量）と呼んでいた。経済全体に流通している通貨量は、金融機関の与信行動と企業や家計などの通貨需要の相互作用によって決まるとの認識から、次第に海外

## 第2章 「量的・質的金融緩和」(QQE)の展開

「最終目標」は一般に、物価の安定である。ただし、最終目標は各国が法律（ユーロ圏の場合は条約）で定めている場合が多く、国ごとに多少の差はある。日本銀行の場合、「日本銀行法第2条 通貨及び金融の調節の理念」が「日本銀行は、通貨及び金融の調節を行うに当たっては、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ことをもって、その理念とする」と規定している。つまり、「物価の安定」とそれを通じた「国民経済の健全な発展への貢献」が最終目標である。

FRS の場合、連邦準備法（Federal Reserve Act）の“Section 2A. Monetary policy objectives”は“The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates.”（下線筆者）としている。つまり、FRS の最終目標において「雇用の最大化」、「物価の安定」、「適度な長期金利」は法律上、並列の関係にある。ただし、実際の政策運営においては「雇用の最大化」と「物価の安定」がとりわけ重視される。そのため、FRS の目標はしばしば「2重の任務」（dual mandate）と呼ばれる。

ECB の場合、「欧州連合の機能に関する条約」（TFEU: Treaty on the Functioning of the European Union）における「第8部 経済・金融政策」の「第2章 金融政策 第127条」が“The primary objective of the European System of Central Banks (hereinafter referred to as "the ESCB") shall be to maintain price stability. Without prejudice to the objective of price stability, the ESCB shall support the general economic policies in the Union with a view to contributing to the achievement of the objectives of the Union as laid down in Article 3 of the Treaty on European Union. The ESCB shall act in accordance with the principle of an open market economy with free competition, favouring an efficient allocation of resources, and in compliance with the principles set out in Article 119.”（下線筆者）としている。つまり、ECB の最終目標は「物価の安定」といえる。また、物価の安定に反しないことを前提として、欧州連合のより一般的な経済政策を支援することも ECB は求められている。

---

でも money stock（通貨残高）や monetary aggregates（通貨集計量）といった呼称が使われるようになった。これを踏まえて、日本銀行もマネーサプライからマネーストックに呼称を変更した。

BoEの場合、「1998年イングランド銀行法」(Bank of England Act 1998)<sup>23</sup>の「第11章 第2部 金融政策」の「第11条 目標」で“In relation to monetary policy, the objectives of the Bank of England shall be – (a) to maintain price stability, and (b) subject to that, to support the economic policy of Her Majesty’s Government, including its objectives for growth and employment.” (下線筆者)とされている。やはり「物価の安定」が最も重要な目標とされている。また ECB 同様、物価の安定を前提として、政府の経済政策をサポートする。

なお最終目標は国・地域間で異なるだけではない。同じ国でも、時の流れとともに変化している。例えば、1997年に改正(1998年4月施行)された現行の日本銀行法の前の旧日本銀行法(1942年公布・施行)は、第1条で「日本銀行ハ国家経済総力ノ適切ナル發揮ヲ図ル為国家ノ政策ニ即シ通貨ノ調節、金融ノ調整及信用制度ノ保持育成ニ任ズルヲ以テ目的トス」(下線筆者)としていた。物価の安定という考え方は法律の文面には直接記載されておらず、国家の政策に即して通貨と金融を調節し、信用制度の保持育成を図ることが目的とされた。同法が太平洋戦争下の1942年、東条内閣(当時)によって戦時立法として制定されたことが強く影響していたわけだが、日本銀行の目的を物価の安定と法律に明記した歴史が20年程度と短いことを見て取れる。

### 2.2. 金融政策の実践に見る物価の安定：日本銀行の場合

「物価の安定」を法的に中央銀行の最終目標としながらも、金融政策の実践においては①物価の安定をどう数値的に表現するか、②政策上、どの程度強くコミットするか、という点で、やはり中央銀行間に差異があり、かつ時間軸上の変化がある。

まず日本銀行の場合を見てみよう。日本銀行の金融政策における「物価の安定」の扱いの変遷は表2-1に示されている。

日本銀行は「物価の安定」を「家計や企業等の様々な経済主体が物価水準の変動に煩わされることなく、消費や投資などの経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況」と定義している<sup>24</sup>。しかし、このような定性的な定義を数値的にどう表現するか、あるいは政策上どの程度強くコミットするかが、金融政策の実践においては問われる。

<sup>23</sup> 1998年は新日本銀行法が施行された年でもある。

<sup>24</sup> 日本銀行金融研究所編(2011)、15頁。

表 2-1 日本銀行の金融政策における「物価の安定」の扱い

名称	時間軸政策 (ゼロ金利)	時間軸政策 (量的緩和)	中長期的な 物価安定 の理解	「中長期的な物 価安定の理解」 の明確化	中長期的な 物価安定 の目途	物価安定 の目標	量的・質的 金融緩和
導入日	1999年4月13日	2001年3月19日	2006年3月9日	2009年12月18日	2012年2月14日	2013年1月22日	2013年4月4日
導入時の 内閣総理 大臣	小淵 恵三	森 喜朗	小泉 純一郎	鳩山 由紀夫	野田 佳彦	安倍 晋三	安倍 晋三
導入時の 日本銀行 総裁	速水 優	速水 優	福井 俊彦	白川 方明	白川 方明	白川 方明	黒田 東彦
内容	デフレ懸念の払 拭が展望でき るような情勢 になるまで ゼロ金利を 継続	消費者物価指数 (除く生鮮食品) の前年比上年 昇率が安定的 にゼロ%以上 となるまで 日本銀行当座 預金を操作目 標とする	消費者物価指数 の前年比で「0 ~2%程度、中 心は1%程度」	消費者物価指数 の前年比で「2 %以下のプラス 、中心は1%程 度」	消費者物価指数 の前年比で「2 %以下のプラス 、当面は1%を 目途」	消費者物価指数 で前年比2%	消費者物価指数 が前年比2%で 上がる状態を 安定的に継続 するために必要 な時点まで 量的・質的 金融緩和を 継続

(出所) 日本銀行資料より作成。

事実、日本銀行の政策運営における「物価の安定」の扱いは大きく揺れ動いてきた。日本銀行の金融政策がある程度、明示的に物価と結びついた最初の機会は、1999年4月13日に速水優総裁(当時)が記者会見で明らかにしたいわゆる時間軸政策である。この政策のポイントは「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまでゼロ金利を継続する」と明言したことにある<sup>25</sup>。これが、日本銀行が実践レベルで金融政策と物価を結びつけた最初の機会である。ただし、この時間軸政策は市場の予想よりも早期に終わった。2000年8月11日、需要の弱さに由来する物価低下圧力は大きく後退したと判断して、日本銀行がゼロ金利を解除したからである。しかもこのゼロ金利解除は、政府からの議決延期請求権を否決した上での決定であった<sup>26</sup>。

<sup>25</sup> ただし、この時間軸政策については、明確な導入時期を特定するのは案外難しい。本文では1999年4月13日の速水総裁の記者会見を導入時期としている。しかし、その記者会見直前の4月9日の金融政策決定会合の公式文書である「当面の金融政策運営について」には、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまでゼロ金利を継続する」という主旨の記述はない。日本銀行<[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_1999/k990409.htm/](http://www.boj.or.jp/announcements/release_1999/k990409.htm/)>(参照日:2018年1月17日)。一方、後日発表された同会合の議事要旨には「ひとりの委員が(中略)デフレ懸念が払拭できるような情勢になるまで、現在のゼロ金利を継続するといった趣旨を、ディレクティブとは切り離して、総裁の記者会見などの場でわかりやすく市場に対して説明してはどうか、という考え方を示し、多くの委員の支持するところとなった」という記述がある。日本銀行<[http://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche\\_minu/minu\\_1999/g990409.htm/](http://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/minu_1999/g990409.htm/)>(参照日:2018年1月17日)。本文では、当時、日本銀行政策委員会の審議委員を務めていた植田(2005)、43頁にならって、速水総裁の記者会見のあった1999年4月13日を時間軸政策が導入された日としている。

<sup>26</sup> ゼロ金利解除の決定は波乱に富んでいた。ゼロ金利解除を求めた議長案に、9名の政策委員のうち植田和男委員と中原伸之委員(いずれも当時)が反対した。中原委員は、需給ギャップがかな

## 第2章 「量的・質的金融緩和」(QQE)の展開

しかし、日本銀行の見通しに反して、その後も日本経済はデフレ脱却に手間取った。こうした中、2001年3月19日、日本銀行は金融調節の操作目標を金利(無担保コールレート(オーバーナイト物))から日本銀行当座預金に変更し、量的緩和という未踏の領域に分け入った。しかもCPI(除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで、日本銀行当座預金を操作目標とする金融調節方式を維持すると明言した<sup>27</sup>。

この量的緩和下の時間軸政策と、1999年4月13日に導入されたゼロ金利下の時間軸政策には大きな違いがある。1999年の時間軸政策は「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで」としており、物価上昇率についての数値的な言及はなかった。一方、2001年の時間軸政策は、物価の前年比上昇率について「安定的にゼロ%以上となるまで」と数値的な表現を採用した。日本銀行が物価上昇率について一定の数値を盛り込んだのはこれが初めてである。それでも当時の日本銀行は、インフレーション・ターゲティングについては「現在の日本では、中長期的に望ましい物価上昇率を数値で示すことは難しい」と慎重な姿勢を貫いた<sup>28</sup>。

量的緩和の導入から5年が経過した2006年3月9日、日本銀行は操作目標を日本銀行当座預金から無担保コールレート(オーバーナイト物)に戻した。これをもって、他の中央銀行に先駆けて日本銀行が採用した量的緩和策は終了した。ただし、同時に「中長期的な物価安定の理解」(understanding of medium- to long-term price stability)を明示した。これは日本銀行の政策委員が中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率であり、消費者物価指数の前年比で0~2%とされた。また、原則としてほぼ1年ごとにこの数値を点検するとした。

その後も物価低下圧力が根強く残る中<sup>29</sup>、2009年12月18日、日本銀行は「『中長期的

---

り残存する中での利上げはオーソドックスな経済理論では理解できないとした上で、「日銀異質論」が生じかねないと述べた。さらに政府からの出席者(大蔵省村田総括政務次官、経済企画庁河出調整局長(いずれも当時))が、日本銀行法第19条第2項に基づいて、議長案の採決を次回の金融政策決定会合まで延期することを求めた。この請求は政策委員の反対多数で否決されたが、政府からの出席者が議決延期請求権を行使したのは、本論文執筆時点でこれが最初で最後である。ゼロ金利解除における政策委員会での議論の詳細は、2000年8月11日の金融政策決定会合の議事録<[http://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche\\_minu/record\\_2000/girk000811a.pdf](http://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/record_2000/girk000811a.pdf)>(参照日:2018年3月10日)を参照。

<sup>27</sup> 日本銀行<[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2001/k010319a.htm/](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2001/k010319a.htm/)>(参照日:2018年3月10日)。

<sup>28</sup> 日本銀行<[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2001/k010319c.htm/](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2001/k010319c.htm/)>(参照日:2018年3月10日)。

<sup>29</sup> 2008年に穀物・エネルギー市況が世界的に急騰したことから、翌2009年、日本のCPIの前年比変化率は反動的にマイナス圏に陥った。例えば、2009年8月のコアCPI(生鮮食品を除くCPI)は前年比-2.4%と、連続してデータが取得できる1970年以降の最大のマイナス幅を記録した。こ



な物価安定の理解』の明確化」という文書を公表した<sup>30</sup>。それまでの「中長期的な物価安定の理解」は2009年4月の点検を経て、「消費者物価指数の前年比で0～2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は大勢として1%程度」(下線筆者)とされていた。これを「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている」(同)に変更した。一見、何が「明確化」されたのか分かりにくいだが、変わったのは①物価安定の理解の対象から「ゼロ%」を除いた、②あくまで中心が「1%」であることを強調した、の2点である。それによって日本銀行がデフレ脱却を重視していることを改めて明確にしようとした。

2012年2月14日、デフレ脱却に向けた姿勢をさらに明確にするため、日本銀行は「中長期的な物価安定の目途」(price stability goal in the medium to long term)を新たに導入した<sup>31</sup>。そこでは「消費者物価指数の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域にあると判断しており、当面は1%を目途とする」(下線筆者)とされた。その際、なぜ「2%以下のプラスの領域」であり「当面は1%を目途とする」のかについて、日本銀行は①物価指数の計測誤差(バイアス)、②物価下落と景気悪化の悪循環への備え(のりしろ)、③家計や企業が物価の安定と考える状態(国民の物価観)、の3点を挙げた。

ただし、この「目途」(goal)が従来の「理解」(understanding)とどう異なるのかは、一読しただけでは分かりにくい。同日の金融政策決定会合後の記者会見で、白川総裁(当時)は両者の違いについて「物価安定の『理解』については、各政策委員が、それぞれ中長期的にみて物価が安定していると理解している数字、これを政策委員会に提出し、その数字を集める形で範囲を示していました。その数字は2%以下のプラスで中心は1%程度でした。しかし、この数字は、個々の委員の数字を集めているもので、必ずしも、日本銀行という組織、日本銀行政策委員会としての意思、判断を表すものになっていないのではないかという批判がありました。これに対し、今回の『目途』という数字は、日本銀行政策委員会としての判断を示したものであり、そこが大きな違いです」(『』は筆者)と説明した<sup>32</sup>。「理解」から「目途」に変えることで、金融政策運営において物価が一層、重視

---

うした中、日本銀行のデフレ脱却に向けた真剣さを問う声が強まった。

<sup>30</sup> 日本銀行<[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2009/un0912c.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2009/un0912c.pdf)> (参照日:2018年3月10日)。

<sup>31</sup> 日本銀行<[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2012/k120214b.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2012/k120214b.pdf)> (参照日:2018年3月10日)。

<sup>32</sup> 日本銀行<[http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken\\_2012/kk1202b.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2012/kk1202b.pdf)> (参照日:2018年3月10日)。

されることを明示しようとしたわけだが、あくまでそれは中長期的な物価動向であることも強調された。この段階での日本銀行は、依然、金融政策を特定の物価上昇率に明確に割り当てるという意味でのインフレーション・ターゲティングについては慎重であった<sup>33</sup>。また、2006年3月の「中長期的な物価安定の理解」、2009年12月の『「中長期的な物価安定の理解」の明確化』、2012年2月の「中長期的な物価安定の目途」という漸進的な対応が、かえって分かりやすさを欠くこととなり、市場では、日本銀行の政策やコミュニケーションは不明瞭という認識が定着していった。

しかし、2013年1月22日、ついに日本銀行は「物価安定の目標」(price stability target)を導入した。これは、上述の「中長期的な物価安定の目途」に代わるもので、「消費者物価指数で前年比2%」(下線筆者)と定められた<sup>34</sup>。直前の2012年12月26日に第2次安倍内閣が発足し、デフレ脱却に向けて金融政策がさらなる役割を担うべきだとする安倍首相の政治的な声が強まっていた。こうした政治環境が、日本銀行を「物価安定の目標」の導入へと方向づける主因であったと推察される。しかし、日本銀行自身は『「目途」から『目標』という言葉に変更したのは、わが国において、柔軟な金融政策運営の重要性に対する理解が浸透してきている状況を踏まえたもの』と説明した<sup>35</sup>。つまり、物価を「目標」と位置付けたとしても、それが金融政策運営を縛り付けるものではないという理解が漸く日本でも浸透したからこそ、日本銀行は「目標」を導入できたのだという、やや逆説的な説明を日本銀行は披露した。

ところが、以下に見るように、こうした説明はその後、皮肉な結果に直面する。「物価安定の目標」が導入されて2か月半後の4月4日、白川総裁の後任として3月に総裁に就任していた黒田総裁はQQEを導入した。QQEを導入した日の記者会見で、黒田総裁は①物価安定の目標は「2%」(CPI前年比)、②達成時期は「2年」を念頭にできるだけ早期に、

---

<sup>33</sup> 「中長期的な物価安定の目途」が導入された2012年2月14日の記者会見で、白川総裁(当時)は「実際の金融政策運営は、いわゆるインフレーション・ターゲティングを採用している国を含めて、物価の変動と目標との関係で機械的に金融政策を運営するのではなく、今は、中長期的にみた物価や経済の安定を重視した政策運営をするようになっていきます。日本銀行は、そうした金融政策の運営の仕方を表すのに最も相応しい言葉は何かを考え、『中長期的な物価安定の目途』という言葉を使いまして」と説明した。これについては日本銀行<[http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken\\_2012/kk1202b.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2012/kk1202b.pdf)>(参照日:2018年3月10日)を参照。しかし市場では、日本銀行がついにインフレーション・ターゲティングに踏み込んだと、前のめりで解釈する向きが多かった。「目途」の導入が2月14日であったことから「日銀からのバレンタイン・プレゼント」とする声さえ聞かれた。

<sup>34</sup> 日本銀行<[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2013/k130122b.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130122b.pdf)>(参照日:2018年3月10日)。

<sup>35</sup> 同上。

③マネタリーベースは2年間で「2倍」に、④国債保有額・平均残存期間は2年で「2倍以上」に、と列挙したボードを掲げた。「2」という数字を多用することで、金融政策のレジームが変わったことを印象づけようとした。ここで日本銀行が「物価安定の目標」を導入した際の上記の説明を思い起こしたい。それは、物価を「目標」と位置付けても、金融政策がそれに縛り付けられるわけではないとの理解が日本でも浸透した、というものであった。ところが、QQEの導入に伴って、他でもない日本銀行自らが、2年をめでにCPIインフレ率を前年比2%まで押し上げるという形で、金融政策を「物価安定の目標」に縛り付けた。

このように、2001年3月の量的緩和政策の採用から2013年4月のQQEの導入に至る10余年の間、いかに物価の安定を数量的に表現し、かつそれにどの程度強くコミットするかを巡って、日本銀行は揺れ動いた。「ゼロ金利政策下の時間軸政策(1999年4月13日)→量的緩和下の時間軸政策(2001年3月19日)→中長期的な物価安定の理解(2006年3月9日)→中長期的な物価安定の理解の明確化(2009年12月18日)→中長期的な物価安定の目途(2012年2月14日)→物価安定の目標(2013年1月22日)→2年を念頭にできるだけ早期に物価安定の目標を実現(2013年4月4日)」という一連の流れを見るだけでも、そのめまぐるしさを実感できよう(前出表2-1)。法律上の物価安定と比べて、金融政策の実践における物価安定が、どれほどの紆余曲折を経ているかを思い知らされる。

### 2.3. 金融政策の実践に見る物価の安定：海外中央銀行の場合

海外の主要中央銀行が、金融政策の実践において物価の安定をどう位置づけているかも見ておこう。前節の日本銀行の場合と同様、前もって整理すると表2-2のようになる。

既述の通り、FRSは連邦準備法で最終目標を「雇用の最大化」、「物価の安定」、「適度な長期金利」としている。このうち物価の安定について、FRSは2012年1月25日の連邦公開市場委員会(FOMC: Federal Open Market Committee)で、個人消費支出の物価指数であるPCEデフレーターで見て前年比2%を「長期的なインフレーションのゴール」(long-term inflation goal)とした<sup>36</sup>。「goal」は日本銀行の場合の「目途」に相当する。

<sup>36</sup> 翌2月29日の議会報告で、FRBのバーナンキ議長(当時)は“The inflation rate over the longer run is primarily determined by monetary policy, and hence the Committee has the ability to specify a longer-run goal for inflation. The Committee judges that inflation at the rate of 2 percent, as measured by the annual change in the price index for personal consumption expenditures, is most consistent over the longer run with the Federal Reserve's statutory mandate.”(下線筆者)とした。FRB < <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mpr>

表 2-2 海外主要中央銀行の金融政策における「物価の安定」の扱い

	日本銀行 BoJ	米連邦準備制度 FRS	欧州中央銀行 ECB	イングランド銀行 BoE	スイス国民銀行 SNB
名称 (英語標記)	物価安定の目標 (Target)	長期的なインフレ の目途 (Goal)	物価安定の定義 (Definition)	インフレ目標 (Target)	物価安定の定義 (Definition)
内容	消費者物価指数 (CPI)で前年比2%	個人消費支出の物 価指数(PCEデフ レータ)で前年比2%	統一消費者物価指 数(HICP)で前年比 2%未満だが2%に 近い水準	消費者物価指数 (CPI)で前年比 2%。上下1%を超え ると、イングランド銀 行総裁は財務大臣 宛てに公開書簡 を送付	消費者物価指数 (CPI)で前年比2% 未満

(注) 2018年5月時点。

(出所) 日本銀行、FRS、ECB、BoE、SNBの資料をもとに筆者作成。

FRSの「目途」(goal)の導入に追随するかのよう、1か月後の2月に白川総裁(当時)の下、日本銀行も「中長期的な物価安定の目途」(goal)を導入した。なお、バーナンキFRB議長(当時)は、このゴールを導入した際、「インフレーション・ターゲットではない」と説明した<sup>37</sup>。しかし、今日に至るまで、市場参加者を中心に、これはFRSのインフレーション・ターゲットと解釈されている。

ECBは物価の安定を「ユーロ圏の統一消費者物価指数(HICP: harmonized index of consumer prices)が中期的に前年比2%未満だが2%に近い水準で推移している状態」と定義している<sup>38</sup>。日本銀行、FRS、あるいは後述するBoEに比べて、ECBの数値的表現は「前年比2%未満だが2%に近い水準」とやや曖昧である。ユーロ圏の中には経済の発展度合いが異なる国々が含まれており、物価の安定に一つの数値(たとえば2%)を割り当てることの難しさがあることも影響している。なお、これはあくまで物価安定についての量的な「定義」であり、インフレーション・ターゲティングつまり「目標」ではない。しかし、FRSと同様にECBも、市場参加者を中心に、インフレーション・ターゲットを採用していると解釈されることが多い。

BoEはFRS、ECBとは異なり、明確に目標つまりインフレーション・ターゲットを導

[20120229\\_part3.htm#box4](#)> (参照日: 2018年3月10日)を参照。

<sup>37</sup> 田中(2014)、90頁。

<sup>38</sup> ECBは金融政策の目的(aim)について“The primary objective of the ECB’s monetary policy is to maintain price stability. The ECB aims at inflation rates of below, but close to, 2% over the medium term.” (下線筆者)としている。ECB < <http://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html> > (参照日: 2018年3月10日)を参照。

入し、金融政策をその実現に割り当てている。ただしここには BoE の置かれた固有の事情もある。すなわち 1992 年のインフレーション・ターゲティングの導入以降、物価の安定は BoE ではなく政府、具体的には財務大臣 (Chancellor of the Exchequer) が定義し、BoE には政府の定義した物価の安定を実現させる権限 (remit) が財務大臣から書面によって付与される<sup>39</sup>。これに対して、日本、米国、ユーロ圏では、いずれも物価安定の数値的な表現は中央銀行自らが設定している。現在、英国政府は物価の安定を「CPI で見て前年比 2%」と定義している。BoE はこれをインフレーション・ターゲットと位置付けて金融政策を運営している。また、政府が物価安定を定義するがゆえに、仮に実際の CPI が物価安定の定義から乖離し、前年比 3%以上あるいは 1%以下となった場合、BoE 総裁は①物価安定から乖離した理由、②CPI の見通し、③物価安定が実現するまでに要する時間、④物価安定の実現のために実施している政策内容、などを含む公開書簡 (open letter) を財務大臣に送らなくてはならない。

このように金融政策を実践レベルで見たとき、数値的表現やコミットメントにおいて、物価安定の扱いに多様性がある<sup>40</sup>。

### 2.4. 2段階アプローチと誘導型アプローチ

ここまで法律上の最終目標と、金融政策の実践における最終目標を見てきた。そこで改めて、政策手段、操作目標、中間目標、最終目標の相互関係に着目しよう。

金融政策論では、これらの関係は「2段階アプローチ」あるいは「誘導型アプローチ」という形で整理される。そのうち、2段階アプローチは「政策手段→操作目標→中間目標→最終目標」という流れで金融政策の波及経路を描く。操作目標と最終目標の間に中間目標が介在することで、「操作目標→中間目標」、「中間目標→最終目標」という 2段階で考える。一方、誘導型アプローチは「政策手段→操作目標→最終目標」という波及経路を描く。中間目標が介在しないことから誘導型 (reduced form) と名付けられている<sup>41</sup>。

<sup>39</sup> BoE は物価安定について “Price stability is defined by the Government’s inflation target of 2%.” としている。詳細は BoE <<http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/framework/framework.aspx>> (参照日: 2018 年 3 月 10 日) を参照。

<sup>40</sup> 日本同様、ゼロ金利政策を実施した経験を有するスイス国民銀行 (SNB: Swiss National Bank) は物価の安定を「CPI の前年比変化率で 2%未満」(The SNB equates price stability with a rise in the national consumer price index (CPI) of less than 2% per annum.) と「定義」している。詳細は SNB <[http://www.snb.ch/en/i/about/monpol/id/monpol\\_strat#t8](http://www.snb.ch/en/i/about/monpol/id/monpol_strat#t8)> (参照日: 2018 年 3 月 10 日) を参照。「定義」という扱いにおいて、SNB は ECB と類似するが、数値的な表現は日本銀行、FRS、ECB、BoE のいずれとも異なる。

<sup>41</sup> 「政策手段→操作目標→中間目標→最終目標」という具合に中間目標が介在する形を 3段階アプ

## 第2章 「量的・質的金融緩和」(QQE)の展開

ある中央銀行の金融政策が、2段階アプローチないし誘導型アプローチの一方に常に固定されるということはない。むしろ主要国・地域の金融政策は両アプローチの間を揺れ動いてきた。

第1次石油ショック(1973年)を経た1970年代半ばから1980年代初頭にかけては、マネーストックを中間目標とする2段階アプローチが先進国では主流であったとされる<sup>42</sup>。この時期の欧米諸国の金融政策は、中間目標としてのマネーストック(当時はマネーサプライとの呼称が使われていた)の増加率について目標値を設定し、それを達成することを目指して運営されていた。これは「マネーサプライ・ターゲティング」と呼ばれた<sup>43</sup>。

米国の例としては、ポール・ボルカー(Paul Adolph Volcker)FRB議長(当時)が1979年10月に導入し、1982年10月まで続いた「新金融調節方式」が挙げられる。この新方式の下、金融調節の操作目標はそれまでのフェデラル・ファンド・レートから非借入準備(non-borrowed reserves)<sup>44</sup>にシフトした。つまり金利から量に操作目標を移した。また、FRSの1979年年次報告は「政策運営に当たって目標とする通貨集計量成長率と整合的であると考えられる増加率で連邦準備制度加盟銀行に準備を供給することにより重点が置かれるであろう。また公開市場操作の拠り所としての短期金利に対する注意は、以前ほど払われなくなるだろう」<sup>45</sup>とした。ここから新金融調節方式は、非借入準備を操作目標とただだけでなく、通貨集計量(マネーストック)を中間目標としたことも読み取れる。つまり「非借入準備(操作目標)→通貨集計量(中間目標)→雇用の最大化、物価の安定、適度な長期金利(最終目標)」という2段階アプローチである<sup>46</sup>。

---

ローチ、「政策手段→操作目標→最終目標」という具合に中間目標が介在しない形を2段階アプローチあるいは誘導型アプローチと呼ぶこともある。この点については翁(1993)、17-18頁を参照。ただし、本論文では混乱を避けるため、前者を2段階アプローチ、後者を誘導型アプローチと呼ぶ。

<sup>42</sup> この時期以前の国際通貨制度は、1944年7月に結ばれたブレトンウッズ協定に基づく「IMF体制」あるいは「金・ドル本位制」であった。米ドルは金に、米ドル以外の通貨は米ドルに対してそれぞれ固定されていた。この場合、金融政策は為替を固定させることに割り当てられるため、裁量的な金融政策運営は自由な資本移動とトレードオフの関係にあった。この点は「金融政策の裁量的な運営」、「固定為替相場制」、「通貨圏をまたぐ自由な資本移動」の3つを同時に達成することはできない(ただし1つを放棄すれば残りの2つは同時達成できる)という「国際金融のトリレンマ」に基づく。こうした環境では金融政策の裁量は十分ではなかったと推察されるため、本論文では、変動相場制に移行した後の1970年代半ば以降の金融政策を議論の対象とする。なお、日本が変動相場制に移行したのは1973年2月14日である。

<sup>43</sup> 春井(2013)、157頁。

<sup>44</sup> 非借入準備は、連銀貸出ではなく買いオペによって供給された準備を指す。

<sup>45</sup> この引用は翁(2011)、42頁に依拠している。ただし引用文中の下線は筆者による。

<sup>46</sup> 「新金融調節方式」はFRSがマネタリズムに傾倒した印象を与える。しかし、内実は違ったようだ。実際には、ボルカーFRB議長(当時)は、金利の大幅上昇を通じたインフレ抑制に主眼を置いていた。しかし、金利の大幅上昇に対しては、強い政治的な抵抗が予想された。そこで、政治

## 第2章 「量的・質的金融緩和」(QQE)の展開

一方、日本については見方が分かれる。1984～88年に日本銀行金融研究所長を務め、その後、同行理事、衆議院議員を歴任した鈴木淑夫は、1975年以来、日本銀行は「マネタリー・ターゲティング」を採用しているとし、その特徴として①M2+CDが最も重要な中間目標として注目されている、②前年比変化率を重視して目標期間を1年としている、③ターゲット自体は公表されていないが当該期のマネースtock平残前年同期比の形で予測値が四半期ごとに公表されている、の3点を挙げる<sup>47</sup>。つまり鈴木は、当時の日本銀行がマネースtockを中間目標とする2段階アプローチをとっていたと主張している。

これに異を唱えるのが、鈴木同様、日本銀行金融研究所長を1998～2006年に務めた翁邦雄である。翁は「1970年代後半以降の日本銀行は、経済情勢判断の際、マネーサプライの動向に大きな関心を寄せていたが、これを中間目標として政策運営を行っていたわけではない。(日本銀行に自主性を付与していなかった)98年以前の旧日本銀行法下では、そもそも、そうした政策運営は不可能であったといえる」<sup>48</sup>としている。

このように1970年代半ばから1980年代初頭に、日本銀行がマネースtockを中間目標と位置付けていたかは意見が分かれる。しかし、マネースtockを経済・物価環境を判断する際の参照値として重視していたことは事実であろう。

ところが、1980年代初頭を過ぎると様相が変わる。マネースtockの中間目標としての機能が揺らぎ、2段階アプローチの妥当性が問われ始めたからである。背景として3点挙げられる。第1に、金融の自由化や国際化<sup>49</sup>により通貨需要が不安定化し始めた。第2に、金融革新などにより新しい金融商品が生まれる中<sup>50</sup>、金融資産のmoneyness(通貨らしさ、通貨の範疇)が曖昧となり、経済・物価情勢を適切に反映する通貨を定義することが難しくなった。第3に、1985年9月のプラザ合意などを背景に円高が進む中、マネースtockが伸びる下でも物価が落ち着いていた。すなわちマネースtockと物価の関係が安定性を失い始めた。

このうち1点目と2点目の影響を考える上では、1980年1月4日に大蔵省(現財務省)が証券会社に認可した中期国債ファンドを例に挙げるができる。このファンドには決

---

の視線を金利からそらすため、マネタリズムのレトリックを隠れ蓑として利用したに過ぎない。  
この点については翁(2011)、43-44頁を参照。

<sup>47</sup> 鈴木(1985)、4頁。

<sup>48</sup> 翁(2011)、67-69頁。ただし引用部分中の()内は筆者による。

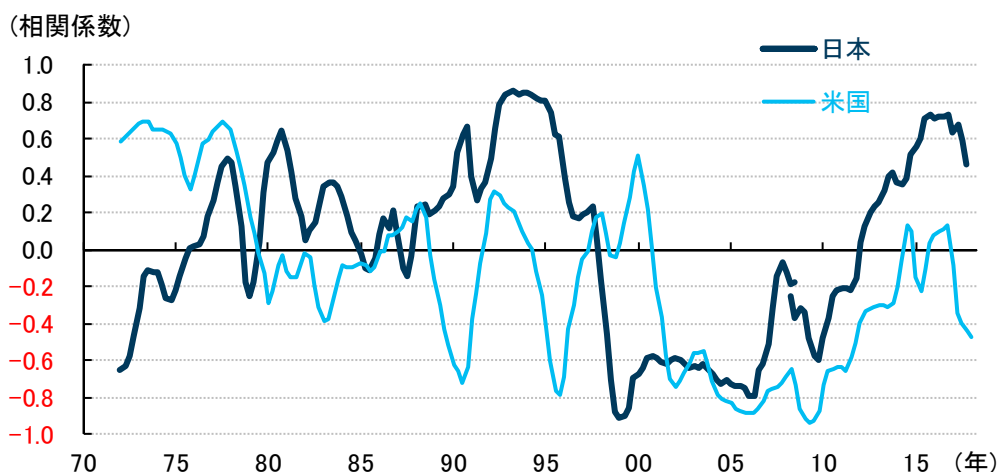
<sup>49</sup> 1980年代の金融の自由化、国際化の例としては第1章注48を参照。

<sup>50</sup> 1980年代に生まれた新型金融商品の例としては第1章注49を参照。

## 第2章 「量的・質的金融緩和」(QQE)の展開

済機能はないが、価値の保存という点では、準通貨(quasi money)<sup>51</sup>に含まれる定期預金との代替性がある。準通貨である定期預金はM2<sup>52</sup>に含まれるが、中期国債ファンドはM2には含まれない。このとき、家計が定期預金と中期国債ファンドの間で盛んに資金を移動させるとM2は振幅する。しかし、このようなM2の振幅は景気や物価、あるいは両者を統合した名目GDPの動きに起因するものではなく、家計の資産選択を反映したものである。その結果、物価の安定を最終目標としたとき、M2の中間目標としての機能が低下する。実際、日本では、M2(当時はM2+CD)と名目GDPの相関係数は1970年代後半から1980年代前半にかけてはプラスで推移したが、1980年代後半にはゼロ近辺に低下した(図2-5)。

図2-5 日・米に見るM2と名目GDPの相関



- (注) 1. 四半期データの前年比変化率に基づく5年ローリング相関。  
2. 日本については2008年1~3月期までの相関係数は旧系列によるM2+CDに基づく。その後は、2003年4月に発表が始まった新系列のM2を使用。新系列のM2には、現金通貨、預金通貨、準通貨(定期預金、据置貯金、定期積金、外貨預金)、CDが含まれる。  
(出所) 内閣府『国民経済計算年報』、日本銀行『マネーストック』、U.S. Bureau of Economic Analysis、Federal Reserve Boardより作成。

<sup>51</sup> 日本銀行は、準通貨(quasi money)を「預金取扱機関が発行し、通貨保有主体が保有する定期性預金(定期預金、据置貯金、定期積金)および外貨預金」と定義している。日本銀行調査統計局(2017a)、1-2頁参照。

<sup>52</sup> M2=現金通貨+預金通貨+準通貨(定期預金、据置貯金、定期積金、外貨預金)+CD。ただし預金通貨、準通貨、CDの発行者はいずれも国内銀行等(ゆうちょ銀行を除く国内銀行、外国銀行在日支店、信用金庫、信金中央金庫、農林中央金庫、商工組合中央金庫)に限る。

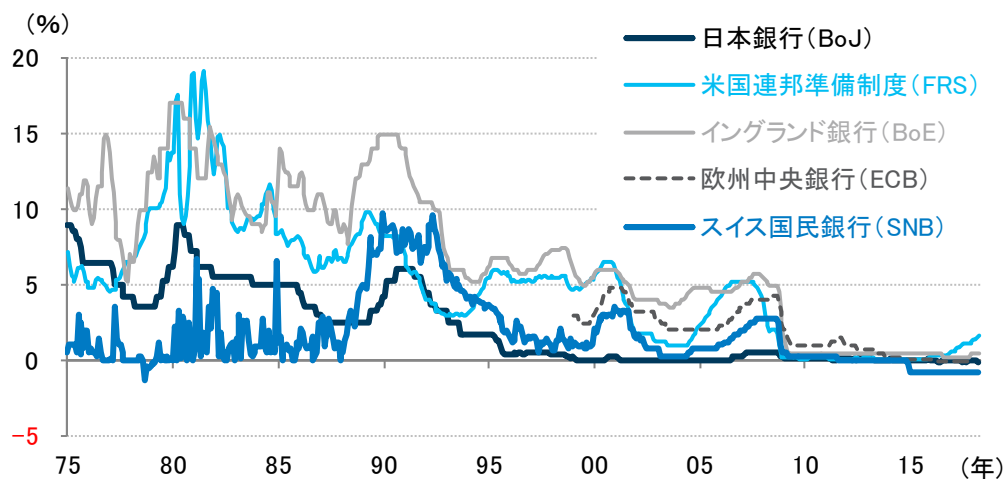


## 第2章 「量的・質的金融緩和」(QQE)の展開

上記の1点目と2点目は、程度の差や時期のずれこそあれ、日本だけでなく米国や欧州でも1980年代に見られた。その結果、金融政策は中間目標を介在させず、政策金利を操作した上で各種経済指標から最終目標への道のりを総合的に判断するアプローチに移行した。つまり「総合判断を踏まえた政策金利の操作(操作目標)→物価の安定(最終目標)」という誘導型アプローチである。この誘導型アプローチこそが今日、一般に伝統的金融政策と呼ばれるものである。

しかし、1990年代末あるいは2000年代に入ると、事態は再び変化する。政策金利が非負制約に直面し始めたからだ(図2-6)。ゼロ%近傍に張り付く中では、もはや政策金利は金融政策運営のシグナルあるいは操作目標として機能しえなかった。その結果、中央銀行は「政策金利操作(操作目標)→物価の安定(最終目標)」という誘導型アプローチからの離脱を迫られた。これが伝統的金融政策から非伝統的金融政策への移行である。翁(2011)も「金利がゼロ近傍に低下した後、金利誘導を代替する目的で行われる中央銀行の金融政策行動は、しばしば非伝統的金融政策と呼ばれる」としている<sup>53</sup>。

図 2-6 主要中央銀行の政策金利



- (注) 1. 日本銀行は無担保コールレート(オーバーナイト物)(ただし1995年3月までは公定歩合)。  
2. 米国連邦準備制度はフェデラル・ファンド・レート。  
3. イングランド銀行はオフィシャル・バンク・レート。  
4. 欧州中央銀行はメイン・リファイナンス・オペ金利。  
5. スイス国民銀行は3ヶ月 Libor ターゲット・レート(ただし2002年6月まではコール・マネー・レート)。

(出所) 日本銀行、FRS、ECB、BoE、SNBの資料より作成。

<sup>53</sup> 翁(2011)、191頁。

政策の実務的な枠組みや導入時期に差異はあるものの、主要中央銀行(日本銀行、FRS、ECB、BoE)はすべて非伝統的金融政策を採用した。そのアプローチは概ね「操作目標(資産買入れ額、マネタリーベース残高)→中間目標(期待)→最終目標(物価の安定)」と整理できる。つまり非伝統的金融政策は「期待」を中間目標とする2段階アプローチと位置付けられる。

もちろん期待は観察困難な概念であり、確定値に基づく客観的な目標設定ができるわけではない。その意味で1970年代半ばから80年代初頭にかけての中間目標(マネーサプライ・ターゲティング<sup>54</sup>)と同様の意味合いで、期待を中間目標と位置づけることには異論の余地はある。しかし、非伝統的金融政策は「将来」の金融緩和を前借りすることで、「今日」の実体経済に働きかける策である。「将来」と「今日」という異時点を結びつける経路が他にもない「期待」であることから、非伝統的金融政策において「期待」は決定的に重要な役割を担う。この点を踏まえれば、期待を中間目標とする2段階アプローチで非伝統金融政策を描写することには、一定の理解が得られるものと考えられる。

もとより非伝統的金融政策自体、理論的にも実証的にも確立された枠組みがあるわけではない。FRSの大規模資産買入れ(LSAP)を主導したバーナンキ前FRB議長も、議長在任時の2014年1月に「量的緩和(QE)の問題は現実には効果があるが理論的には効果がないことだ」と述べている<sup>55</sup>。この発言は、非伝統的金融政策の実践において、期待という観察やモデル化の困難な概念がいかに大きな役割を担っているかを端的に表している。

### 2.5. 非伝統的金融政策の5つの類型

非伝統的金融政策はいわば海図なき航海である。そうした中、中央銀行は試行錯誤の上、いくつか具体策を実践してきた。そのような策の類型として①時間軸政策(フォワード・ガイダンス)、②量的緩和、③信用緩和(質的緩和)、④マイナス金利、⑤長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)が挙げられる。

#### (i) 時間軸政策(フォワード・ガイダンス)

時間軸政策あるいはフォワード・ガイダンスとは、一定の時間が経過するまで、あるいは、特定の経済条件が満たされるまでの金融政策の運営方針を中央銀行が前もって明確に

<sup>54</sup> 春井(2013)、157頁。

<sup>55</sup> 2014年1月16日にブルッキングス研究所で行われた討論会で、バーナンキ前FRB議長は“Well, the problem with QE is it works in practice, but it doesn't work in theory.”と述べた。Brookings Institution(2014), p.14 参照。

することを指す。これは「将来」の金融緩和を事実上、前倒しすることで、「今日」の経済活動に働きかけることともいえる。「将来」と「今日」という異時点を結び付ける経路が他にもない期待であり、フォワード・ガイダンスは期待を中間目標とする非伝統的金融政策の主軸をなす。

政策金利など短期金利が非負制約に直面する一方、長期金利はまだプラスである状態を仮定しよう。この場合、短期金利を下げることはできなくとも、長期金利には下げ余地がある。ここで金利の期間構造を思い起こしたい。それは

$$I_t^{(N)} = \frac{i_t + E_t i_{t+1} + E_t i_{t+2} + E_t i_{t+3} + \dots + E_t i_{t+N-1}}{N} + R_t \dots \quad (2-4)$$

と表わされる。 $I_t^{(N)}$ は現時点 $t$ における残存期間 $N$ 年の名目長期金利(年率)、 $i_t$ は現時点 $t$ における名目短期金利、 $E_t i_{t+N-1}$ は現時点 $t$ における $N-1$ 年後の短期金利の予想値、 $R_t$ は現時点 $t$ におけるターム・プレミアムである。ここでターム・プレミアムとは金利リスク(一定の金利変動に伴う債券価格の振幅は短期債より長期債の方が大きい)、流動性リスク(スムーズな売買が市場でできなくなるリスク)、信用リスク(元本償還や利払いが予定通り行われないリスク)などの各種リスクを反映して上乗せされる長期金利の要素を指す。つまり現時点の長期金利は、現時点の短期金利と現時点で予想されている将来の短期金利の平均値にターム・プレミアムを加えたものと解釈できる。この場合、現時点 $t$ の短期金利 $i_t$ がすでにゼロで下げ余地がない(非負制約)としても、将来の短期金利の予想値 $E_t i_{t+1}$ 、 $E_t i_{t+2}$ 、 $\dots$ 、 $E_t i_{t+N-1}$ を下げられれば、まだプラスである長期金利を引き下げることで、現時点 $t$ の金融を緩和することができる。将来の短期金利の予想値を下げるためには、今後も短期金利を低く抑えるという政策運営姿勢を中央銀行が現時点 $t$ ではっきりと示す必要がある。これがフォワード・ガイダンスあるいは時間軸政策である。このような中央銀行の姿勢を市場が信じれば、将来の短期金利に対する予想値は実際に下がるであろう。その結果、今日の長期金利 $I_t^{(N)}$ が下がることで、短期金利 $i_t$ が非負制約に直面する中でも金融は緩和される。

ただし1つの疑問が残る。中央銀行の政策運営姿勢を市場や経済主体が信じる保証はどこにあるのだろうか。結論から言えばそのような保証はない。先の例で言えば、いくら中央銀行が短期金利を今後も抑えるという姿勢を示しても、市場がそれを信じなければ、将来の短期金利の予想値 $E_t i_{t+1}$ 、 $E_t i_{t+2}$ 、 $\dots$ 、 $E_t i_{t+N-1}$ 、ひいては今日の長期金利 $I_t^{(N)}$ は下らない。

そこで中央銀行は自らの政策姿勢に対する信認を高める工夫を試みてきた。それがいわゆる「コミットメント」(commitment)であり、代表例がインフレーション・ターゲットである。中央銀行が数値で表現されたターゲットの下で金融政策を運営することを市場や経済主体に明らかにすることで、中央銀行の政策運営に対する信認が強まれば、フォワード・ガイダンスもより有効になろう。

### (ii) 量的緩和

量的緩和は、マネタリーベースあるいはその構成項目である中央銀行当座預金など中央銀行の負債を増やすことを操作目標とする政策である。このような量的緩和の下では、中央銀行は通貨集計量を増やすことに専念する一方、市場のリスクを吸収することを目的とはしない。従って、量的緩和の政策手段は、無リスク資産である国債の多額の買いオペという形をとることが多い。そのため、量的緩和を行う中央銀行のバランスシートの資産側では国債が急速に積み上がる。

量的緩和において、中央銀行は通常、「ポートフォリオ・リバランス」と「期待転換」を狙う。量的緩和によって銀行などの金融機関はゼロ金利（あるいは非常に低い金利）の中央銀行当座預金を多額に保有することになる。そのため、金融機関は一定のリスクを受け入れた上で、より高いリターンが期待できる資産に資金を配分すると予想される。金融機関によるこのような資産の再構成をポートフォリオ・リバランスという。その結果、資産価格が上昇すれば、いわゆる資産効果を通じて個人消費が下支えされるかもしれない。あるいは、資産価格の上昇によって借り手の自己資本や担保価値が増えると、信用創造が活性化し、設備投資や住宅投資が刺激される可能性も出てくる。さらにそれが資産価格を一段と押し上げ、実体経済をより強く刺激するという循環も期待されよう。これは「フィナンシャル・アクセラレーター仮説」(financial accelerator hypothesis)と呼ばれる。また個別企業の観点からは、自社の株価が上がることでトービンの $q$ が上昇し、これが設備投資の誘因となる可能性もある<sup>56</sup>。

加えて、量的緩和自体を一つのシグナルとすることで、物価安定の実現に対するコミットメントを強めたという明確なメッセージを中央銀行は発信できる。それによって市場参加者だけでなく、企業や家計など経済主体の期待の抜本的な転換を図る。これが期待転換である。量的緩和によるデフレ・マインドの払拭といった表現は期待転換の典型例である。これによって実際に企業や家計の期待が転換されれば、例えば前向きな労使交渉を通じて

<sup>56</sup> トービンの $q$ については本章注8を参照。

賃金の上昇余地が広がる可能性も出てくる。

### (iii) 信用緩和(質的緩和)

信用緩和あるいは質的緩和は、長期国債、株式、社債など、中央銀行が伝統的金融政策の下では買いオペの対象としなかった資産を買い入れる策を指す。主眼は、市場のリスクを中央銀行が自らのバランスシートに吸収することで、各種資産価格のリスク・プレミアムを抑えることにある。例えば、中央銀行は長期国債の買いオペによって金利リスク、また社債の買いオペによって信用リスクあるいは流動性リスクを市場から一定程度、吸収できるであろう。その結果、中央銀行は長期金利や資産価格の安定化と同時に、市場の価格発見機能の向上に貢献できる。

先に挙げた金利の期間構造式(2-4)をもう一度見ておこう。短期金利 $i_t$ がゼロのときでも左辺の長期金利 $I_t^{(N)}$ を下げうる経路が2つ見えてくる。1つは、将来の短期金利の予想値 $E_t i_{t+1}$ 、 $E_t i_{t+2}$ 、 $\dots$ 、 $E_t i_{t+N-1}$ を下げる方法であり、これが前出のフォワード・ガイダンスである。しかしもう1つある。それはターム・プレミアム $R_t$ の抑制である。 $R_t$ が抑えられれば、その分、長期金利 $I_t^{(N)}$ も下がる。長期金利が下がれば、割引率の低下を通じて資産価格もサポートされよう。その結果、「市場流動性」(market liquidity)<sup>57</sup>が高まれば、市場の価格発見機能も改善される。そのためには市場のリスクを中央銀行が吸収し、あげることが政策上、要求される。これが信用緩和の動機である。

なお信用緩和のための各種資産の買いオペも通常、多額になることから、信用緩和を行う中央銀行のバランスシートの規模は大きくなる。そのため信用緩和は量的緩和と混同されることもある。しかし信用緩和の主眼は、中央銀行が各種資産を買い入れることで、市場のリスクを中央銀行のバランスシートに吸収することにある。つまり、信用緩和をする際、中央銀行の意識は自らのバランスシートの資産構成にある。一方、量的緩和では、中央銀行が買い入れる資産はあくまで無リスク資産(国債)であり、政策意図は中央銀行のバランスシートの負債(通貨供給)の増加にある。中央銀行の資産を意識する信用緩和と負債を意識する量的緩和は明確に区別される必要がある。

### (iv) マイナス金利

非伝統的金融政策の4つ目の類型に当たるのがマイナス金利である。確かに常態では非負制約の下、金利はマイナスにならない。しかし、中央銀行の当座預金については、中央

<sup>57</sup> 市場流動性とは、保有している資産を市場で成立している価格で直ちに売却できるかという意味での流動性であり、特定の資産に対する(asset-specific)概念である。白川(2008)、306頁を参照。

銀行が同預金を保有する金融機関から一定率の金利を受け取ることで、マイナス金利を導入することが実務的に可能である。これは中央銀行に預金し続けること、つまりポートフォリオ・リバランスをしないことのペナルティともいえる。政策上の意図は①先に挙げたポートフォリオ・リバランスの促進、②長期金利の一段の抑制、③通貨の減価（日本の場合は円安）などにある。

非伝統的金融政策の一環としてマイナス金利を導入した中央銀行には、日本銀行、ECB、スイス国民銀行、スウェーデン・リクスバンク、デンマーク国立銀行、ハンガリー国立銀行が含まれる。スイス、スウェーデン、デンマーク、ハンガリーなどいわゆる小国モデルの国は、金融政策において金利よりも為替が意識されやすく、マイナス金利の動機も自国通貨の減価であることが多い。一方、大国モデルに該当する日本銀行や ECB の場合、長期金利の引き下げやポートフォリオ・リバランスの促進が強調される。

ただし、マイナス金利の導入により、銀行など金融機関は中央銀行に金利を支払うことになるため、金融機関の収益が圧迫され、かえって金融機関のリスク許容力が下がり、金融政策の波及経路を狭めてしまうのではないかとの批判がある。また、日本など大国によるマイナス金利は競争力の向上を狙った事実上の通貨切り下げ策であるとの批判が、国際政治の舞台では根強い。

### (v) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）

長短金利操作は 2018 年 3 月時点では、日本銀行のみが採用している。日本銀行の策については本章第 5 節で述べるとして、一般に長短金利操作を採用する際の中央銀行の意図は何であろうか。通常、そこには 3 つの意図が込められている。

第 1 に、短期金利がゼロ近傍で非負制約に直面する一方、長期金利に下げ余地が残されている場合に、長短金利操作で長期金利を下げることで追加的な緩和効果を狙う。しかしこれだけであれば、多額の長期国債を買う量的緩和でも可能なはずである。

そこで重要となるのが 2 つ目の意図である。すなわち、長期金利の過度な下落を回避することである。長期金利が下がりすぎる、あるいはイールドカーブが過度にブル・フラット化すると、長短金利差の縮小・消滅により金融機関の収益力ひいてはリスク許容力が削がれ、かえって金融政策の波及経路が狭まりかねない。後述するように、日本銀行が 2016 年 9 月に長短金利操作付き量的・質的金融緩和を導入した動機はまさにここにある。

第 3 に、長期金利の振幅（ボラティリティ）を抑えることである。中央銀行が短期金利に加えて長期金利も操作しようとする場合、すでに当該中央銀行は国債市場において大き

な買い手となっているはずである。その場合、他の投資家による国債売買の規模は相対的に小さくなり、市場流動性が下がっているであろう。その結果、中央銀行の一挙手一投足を見極めながら金利が形成されることとなり、時に思わぬ幅で金利が振れることも予想される。その結果、市場参加者がリスクに過敏となりリスク許容力が下がれば、金融政策の波及経路は狭まりかねない。それを避けるために中央銀行が長期金利の水準に一定のコミットをすることが求められる。これが長短金利操作の3つ目の意図である。

長期金利の下げ余地を探る一方で、過度なイールドカーブのブル・フラット化と長期金利の振幅を避けることが、長短金利操作の要諦といえる。

### 第3節 量的・質的金融緩和の操作目標：マネタリーベースを初採用

#### 3.1. 日本銀行のみが採用したマネタリーベース・ターゲティング

本章第2節で触れたように、政策金利が非負制約に直面する中、1999年4月13日、時間軸政策という形で逸早く非伝統的金融政策の領域に分け入ったのが日本銀行であった。しかし、日本経済が各種の構造調整圧力に晒される中、時間軸政策などの非伝統的金融政策は期待を十分刺激するに至らず、日本経済は長期のデフレを経験することとなった。こうした状況下、2012年12月26日、デフレ脱却を強く訴えて第2次安倍内閣が発足した。これを機にアベノミクスが本格的に始動した。

この安倍内閣の強い意向を受けて、翌2013年3月20日、アジア開発銀行総裁であった黒田東彦（元財務官）が日本銀行総裁、学習院大学教授であった岩田規久男と日本銀行理事であった中曽宏が同副総裁に就任し、日本銀行の新体制が動き始めた<sup>58</sup>。そのわずか半月後の4月4日、「量的・質的金融緩和」(QQE)が打ち出された。QQEの要諦は、

- ① 「物価安定の目標」の実現に要する期間を「2年程度の期間を念頭に置いてできるだけ早期」と明示
- ② 操作目標を金利からマネタリーベースという量的指標に変更
- ③ 国債買入れオペの大幅増額
- ④ 「質的緩和」も強調（買入れ対象国債の残存年限の長期化およびETF、J-REITの買入れ増額）

---

<sup>58</sup> 黒田総裁は2018年4月8日に任期を終えたが再任された。一方、岩田、中曽両副総裁は2018年3月19日に任期を終え、新たに早稲田大学教授の若田部昌澄および日本銀行理事の雨宮正佳が副総裁に就任した。

## 第2章 「量的・質的金融緩和」(QQE)の展開

⑤フォワード・ガイダンスの導入(CPI前年比2%が安定的に続くまでQQEを継続)の5点にまとめられる。

このQQEを、期待を中間目標とする2段階アプローチに当てはめると、政策手段は長期国債、ETF、J-REITなどの資産買入れオペ、操作目標はマネタリーベース、中間目標は期待の好転、最終目標はCPI前年比2%となる。

他の主要中央銀行の量的緩和と比べたとき、QQEの大きな特徴は操作目標として政策金利(当時は無担保コールレート・オーバーナイト物)を放棄し、マネタリーベースを採用したことにある。つまりマネタリーベース・ターゲティングである。FRS、ECB、BoEは量的緩和を進める中でも、常に政策金利(FRSはフェデラル・ファンド・レート、ECBはメイン・リファイナンス・オペ金利、BoEはオフィシャル・バンク・レート)を残し、かつFRSとBoEは政策金利に基づくフォワード・ガイダンスを並行して行った。これに対して、日本銀行は政策金利という制度自体をなくし、金融調節の操作目標をマネタリーベースに移した<sup>59</sup>。

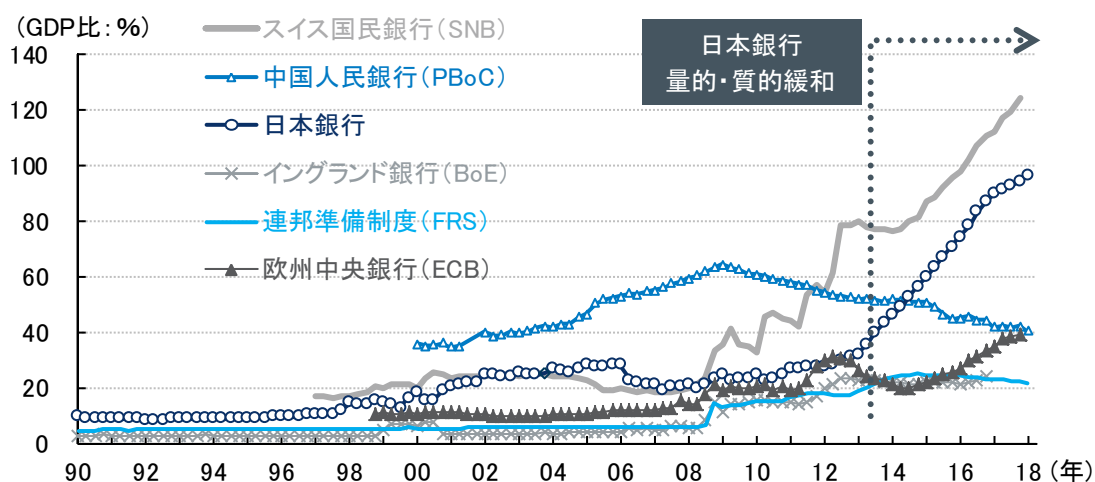
その上で、2013年4月4日からは年間約60~70兆円、QQEを拡大した2014年10月31日以降は年間約80兆円のペースでマネタリーベースの残高が増えるように、膨大な額の資産買入れオペを進めた。その結果、日本銀行のバランスシート(総資産)はGDP比で、多くの主要中央銀行を凌ぐ水準にまで膨れ上がった(図2-7)<sup>60</sup>。

<sup>59</sup> ただし2016年1月29日に導入が決定されたマイナス金利付き量的・質的金融緩和、さらには同年9月21日に新規採用された現行の長短金利操作付き量的・質的金融緩和では、マネタリーベースではなく名目金利が操作目標とされている。

<sup>60</sup> 図2-7では、スイス国民銀行(SNB)と中国人民銀行(PBoC)のバランスシートもそれぞれGDP比120%、40%程度とかなり大きい。中でもSNBの総資産は、GDP比で日本銀行を大きく上回る。ただし、これはSNBとPBoCが自己勘定で為替市場に介入することによる。スイスや中国では、介入資金は政府ではなく中央銀行に帰属する。そのため、自国通貨売り介入はマネタリーベースの増加を伴う。その結果、SNBやPBoCのバランスシートは膨らむ。これは金融政策の量的緩和とは異質のバランスシートの拡張経路である。



図 2-7 主要中央銀行のバランスシート規模(総資産)



(注) 各中央銀行が保有する総資産残高(月次データの四半期平均)の当該四半期の名目GDP(季調済年率)に対する比率。

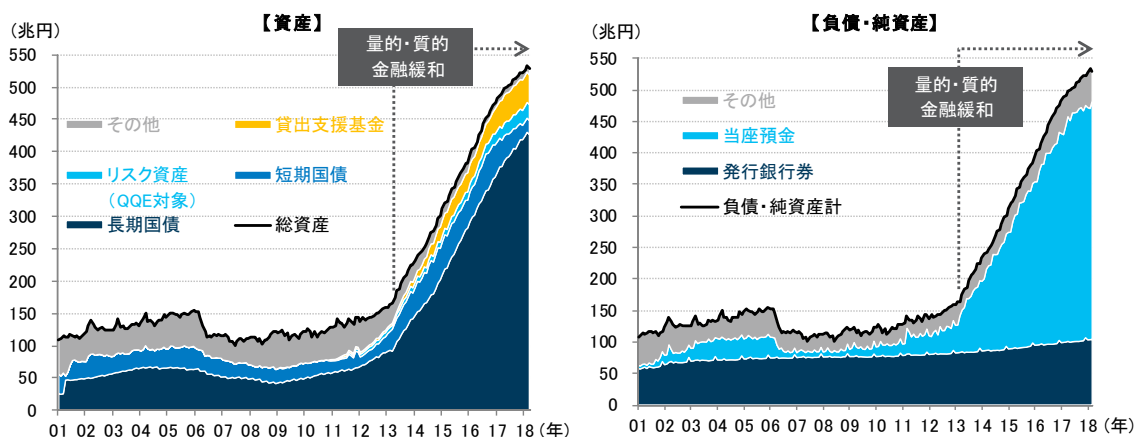
(出所) 日本銀行、FRS、ECB、BoE、SNB、PBoCの資料より作成。

### 3.2. 日本銀行当座預金の変動メカニズム

QQEの操作目標であるマネタリーベースは「日本銀行券発行高+貨幣流通高+日本銀行当座預金」と定義される。このうち貨幣は、発行主体が日本銀行ではなく政府であることや残高が5兆円未満と小さいことから、金融政策との関連で議論の対象になることはない<sup>61</sup>。また、銀行券は日本銀行に当座預金を預けている金融機関が同預金口座から銀行券を引き出すことで発行される。金融機関が日本銀行から銀行券を引き出す誘因は、経済や物価の中長期的な動きや祝日などのカレンダー要因と密接に結びついており、日本銀行による日々の金融調節(オペ)の影響は受けない。つまり日本銀行にとって銀行券の発行は受動的に行うものである。実際、日本銀行の負債に見る銀行券発行残高には、政策的な動きは見られない(図2-8)。したがって、仮にマネタリーベースが経済や物価と何らかの関係を持つとしても、金融調節を通じて日本銀行が能動的に働きかけることができる対象は、マネタリーベースのうち日本銀行当座預金のみとあってよい。したがって、マネタリーベースを操作目標として採用したQQEの進捗を見定めるには、日本銀行当座預金の増減メカニズムを理解する必要がある。

<sup>61</sup> ただし韓国やフィリピンでは中央銀行が貨幣を発行している。日本銀行発券局(1994)、26頁参照。

図 2-8 日本銀行のバランスシート



(注) 1. 「資産」の「リスク資産 (QQE 対象)」はETF、J-REIT、CP等、社債等。  
 2. 「資産」の「貸出支援基金 (2018年6月30日まで継続)」は「成長基盤強化を支援するための資金供給」と「貸出増加を支援するための資金供給」の合計。ただし「成長基盤強化を支援するための資金供給」に含まれる「米ドル特則」分については「その他」の「外国為替」に含めている。  
 (出所) 日本銀行『日本銀行勘定』より作成。

日本銀行当座預金の増減メカニズムを把握する上で、日本銀行が毎月第1営業日に発表する「日銀当座預金増減要因と金融調節」が参考となる<sup>62</sup>。同統計では、日本銀行当座預金の増減を「銀行券要因」、「財政等要因」、「金融調節」(オペ)に分類した上で、

$$\begin{aligned} \text{当座預金の増加(減少)} &= \text{銀行券の還流(発行)} + \text{財政等要因の払い超(受け超)} \\ &\quad + \text{資金供給(吸収)オペ} \end{aligned}$$

という恒等的な関係が示されている。

さらに、このうち財政等要因は「国債の発行・償還」、「外国為替」、「その他財政」に分けることができる。この場合、上記の恒等式は

$$\begin{aligned} \text{当座預金の増加(減少)} &= \text{銀行券の還流(発行)} + \text{国債の償還(発行)} + \text{外国為替} \\ &\quad \text{資金の払い(受け)} + \text{その他財政の払い(受け)} \\ &\quad + \text{資金供給(吸収)オペ} \end{aligned}$$

と書き換えることができる。

右辺を構成する①銀行券、②国債、③外国為替資金、④その他財政、⑤金融調節(オペ)がそれぞれ、どのように日本銀行当座預金の増減をもたらすのかを見ていこう。

①の「銀行券」は銀行券の発行・還流を指す。発行とは銀行などの金融機関が日本銀行

<sup>62</sup> 日本銀行<<http://www.boj.or.jp/statistics/boj/fm/juqf/index.htm/>>(参照日:2018年2月18日)。

当座預金から銀行券を引き出すことであり、還流とは金融機関による同当座預金への銀行券の預け入れを意味する。したがって銀行券の発行は日本銀行当座預金の減少、還流は増加を意味する。

②の「国債」は国債の発行市場に焦点を当てた項目である。国が発行した国債は、政府の銀行すなわち国庫の出納機関としての日本銀行を通じて、落札者である金融機関（銀行や証券会社など）に渡される。その代金は、落札した金融機関が日本銀行に預けている当座預金から、国が日本銀行に持っている政府預金つまり国庫に振り込まれる。したがって、国債の発行は日本銀行当座預金の減少要因かつ政府預金の増加要因となる。逆に、国債の償還は日本銀行当座預金の増加要因かつ政府預金の減少要因となる。なお、ここでの議論は国債の発行市場を対象としていることに注意したい。国債の流通市場では、どれだけ国債の売買が活発に行われようと、日本銀行当座預金には全体として影響はない<sup>63</sup>。

③の「外国為替」は財務省の外国為替資金特別会計による為替介入を主に反映する。外国為替資金特別会計とは「本邦通貨の外国為替相場の安定を実現するため、政府が実施する外国為替等の売買（為替介入等）等の円滑化に資するため」<sup>64</sup>に、1951年に設けられた財務省所管の特別会計である。外国為替及び外国貿易法（外為法）の第7条第3項は「財務大臣は、対外支払手段の売買等所要の措置を講ずることにより、本邦通貨の外国為替相場の安定に努めるものとする」としている。ここで「対外支払手段の売買」とは為替介入を指す。したがって、財務省による為替介入はこの外為法第7条第3項を根拠法として行われる。

為替介入がなぜ日本銀行当座預金の増減につながるかを理解するには、介入の仕組みを把握する必要がある。円売り・ドル買い介入を例に見ておこう。今日の円売り介入は、日本銀行が国庫短期証券（T-Bill：treasury discount bills）<sup>65</sup>を一時的に引き受け、その後、財務省がT-Billを市場発行して得た資金で日銀が引き受けたT-Billを買入償却する、というやや複雑な形で行われる。具体的には以下、(i)～(v)の取引を経て円売り介入は完了す

---

<sup>63</sup> もちろん国債の買い手金融機関の日本銀行当座預金は減り、売り手金融機関の同当座預金は増える。しかし、これは個別金融機関の間での資金シフトであって、日本銀行当座預金全体としては増えもしないし減りもしない。

<sup>64</sup> 財務省 <[http://www.mof.go.jp/about\\_mof/mof\\_budget/special\\_account/gaitame/gaitame.htm](http://www.mof.go.jp/about_mof/mof_budget/special_account/gaitame/gaitame.htm)> (参照日：2018年2月18日)。

<sup>65</sup> かつて、外国為替資金特別会計は政府短期証券（FB：financing bills）である外国為替資金証券（為券）の発行によって円売り介入のための円資金を調達していた。しかし2009年2月、政府はそれまでの政府短期証券（FB）と割引短期国債（TB：treasury bills）を国庫短期証券（T-Bill）に統合した。これは財政制度上の位置付けの変化ではなく、単に名称の統合である。なおT-BillはTDBと略されることもある。

る(なお下記の(i)~(v)は図2-9の(i)~(v)に対応する)。

- (i) 財務省(外国為替資金特別会計)はT-Billを発行、日本銀行が一時的に引き受け
- (ii) 日本銀行は財務省の代理人<sup>66</sup>として外為市場でドル建て資産を買入れ
- (iii) 介入の代理人である日本銀行は買入れ済みのドル建て資産を財務省に売付け
- (iv) 財務省は市中公募入札でT-Billを発行
- (v) T-Billの発行を通じて得た資金で財務省は日銀が引き受けたT-Billを買入償却

取引(ii)の段階で日本銀行当座預金が増えていることが分かる。つまり円売り介入(外国為替資金特別会計による払い)は日本銀行当座預金の増加要因である。逆に、円買い介入(外国為替資金特別会計による受け)は減少要因である。これが外国為替による日本銀行当座預金の増減である。また、為替介入の一過程である取引(iv)も「国債の発行」に該当するため、上述したとおり、日本銀行当座預金を減少させる<sup>67</sup>。なお、円買い介入は1990年代にしばしば行われたが、1998年6月17日を最後に行われていない(図2-10)。

図2-9 円売り・ドル買い介入の仕組み

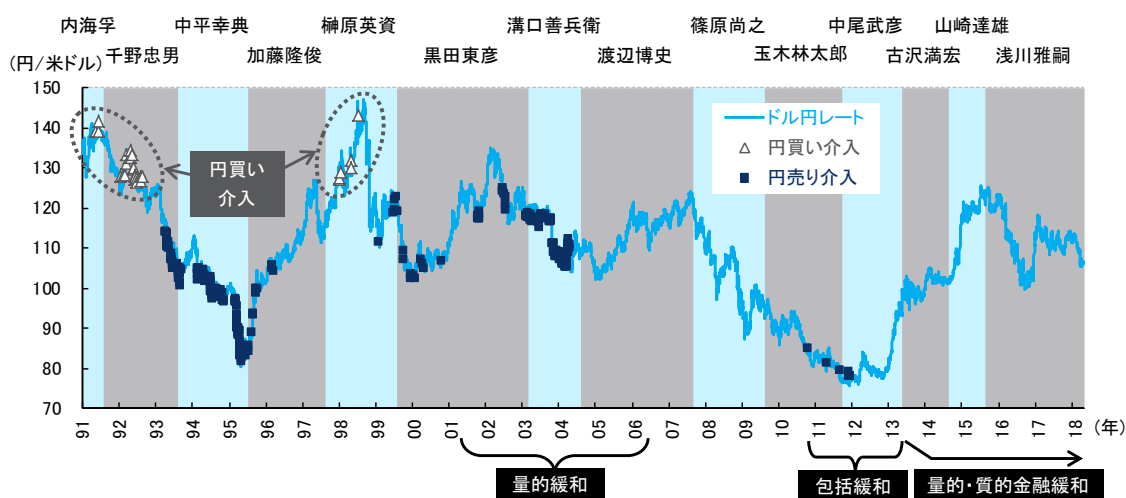
日本銀行		財務省(外国為替資金特別会計)		市中銀行	
(i) T-Bill +100	政府預金 +100	(i) 政府預金 +100	T-Bill +100	(ii) ドル建て資産 -100	
(ii) ドル建て資産 +100	日銀当座預金 +100	ドル建て資産 +100		日銀当座預金 +100	
(iii) ドル建て資産 -100	政府預金 -100	(iii) 政府預金 -100		日銀当座預金 -100	
	日銀当座預金 -100	(iv) 政府預金 +100	T-Bill +100	(iv) T-Bill +100	
	政府預金 +100	(v) 政府預金 -100	T-Bill -100		
(v) T-Bill -100	政府預金 -100				
0	0	ドル建て資産 +100	T-Bill +100	T-Bill +100	
				ドル建て資産 -100	

(注) 便宜的に介入額を100としている。  
(出所) 筆者作成。

<sup>66</sup> 日本では、為替介入は財務省の資金(外国為替資金特別会計)で、かつ財務省の意思決定に基づいて行われる。しかし、財務省には銀行機能はなく、国庫も政府預金という形で日本銀行にあるため、介入の実務は日本銀行が代理人として行う。日本銀行が政府の代理として介入の実務を担うことは、外国為替資金特別会計法第6条第1項と日本銀行法第40条第2項を根拠とする。

<sup>67</sup> 取引(i)~(v)が全て終了したとき、日本銀行のバランスシートに何の変化も起きていないことに注意したい。つまり、財務省が日本銀行保有のT-Billを事後的に買入償却する限り、今日の為替介入において「介入資金を不胎化するかしらないか」という問題は生じない。一方、FB(2009年2月のTBとの名称統合以降はT-Bill)が今日のように市中公募入札ではなく日本銀行引受(定率公募残額日銀引受方式)という形で発行されていた頃は、円売り介入によって日本銀行の資産側でFB、負債側で当座預金が増えた。そのため、日本銀行がFBの売りオペによって当座預金の増分を吸収する、すなわち不胎化するかが議論の対象になりえた。しかし、FBの発行は1999年4月から市中公募入札が始まり、2000年4月に完全に市中公募入札に移行した。その後は、為替介入の不胎化という議論は本質的な意味を持たない。

図 2-10 歴代財務官と為替介入



(注) 1. 図表中の氏名は歴代の財務官を指す。  
 2. 横軸において、「量的緩和」は2001年3月19日～2006年3月9日の当座預金ターゲット、「包括緩和」は2010年10月5日～2013年4月3日の「包括的な金融緩和政策」、「QQE」は2013年4月4日以降の「量的・質的金融緩和」を指す。  
 (出所) 財務省『外国為替平衡操作の実施状況』より作成。

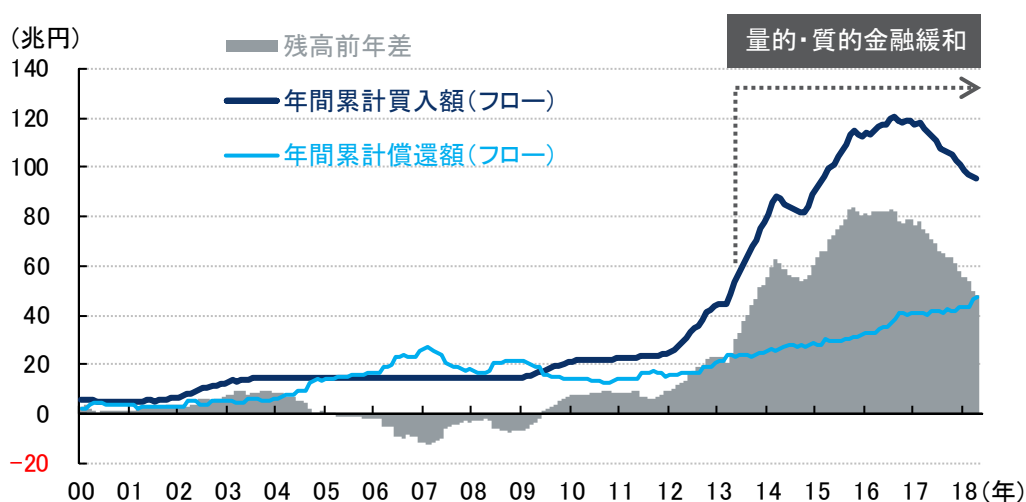
④の「その他財政」は、②の「国債の発行・償還」および③の「外国為替」以外の財政資金の受け払いを反映する。代表例は国が行う公共事業に対する支払いや国税の納付である。公共事業が実施され、その代金が事業の受注者に支払われるとき、資金が政府預金から、当該事業者が口座を保有する金融機関の日本銀行当座預金に振り込まれる。つまり、公共事業は当座預金の増加要因である。国税が納められるときは、逆に当座預金から政府預金に資金が移るため、当座預金の減少要因となる。

⑤の「金融調節」はいわゆるオペに当たる。国債買入れオペを例にしよう。日本銀行は、QQEを導入した2013年4月4日からは年間約50兆円、QQEを拡大した2014年10月31日からは年間約80兆円のペースで国債保有残高が増えるよう、多額の国債を買入れ入れた。ただし保有国債は順次、償還を迎える。そのため、年間80兆円のペースで国債保有残高を増やすため、日本銀行は年間100兆円を超えるペースで国債買入れを進めた<sup>68</sup> (図

<sup>68</sup> 日本銀行と異なり、FRSやECBの資産買入れオペは保有残高(ストック)ではなく、毎月の買入れ額(フロー)でターゲットを設定した。例えばFRSが2012年9月に導入した大規模資産買入第3弾(いわゆるQE3)ではMBSを月額400億ドル、国債をツイストオペで月額450億ドルのペースで、テイパリングが始まる2013年12月まで買い続けた。ECBは2015年1月、国債などの公的資産を買入れ対象とした量的緩和(PSPP: public sector purchase programme)を始めたが、その際、月額600億ユーロというフローの買入れターゲットを設定した。これに対して、日本銀行は買入れ額ではなく保有残高の増分にターゲットを設定した。そのため、保有国債の償還が増える場合、日本銀行は政策変更をしていなくても買入れ額を増やすことになる。

2-11)。買入れオペの代金は、日本銀行に対して国債を売った金融機関の日本銀行当座預金に払い込まれる。したがって買入れオペは同当座預金の増加要因となる。逆に売りオペは減少要因となる。日本銀行が貸出しなど他の資金供給オペを行った場合も同当座預金は増える。

図 2-11 日本銀行による長期国債の買入れと保有国債の償還



(注) 1. X月の値は前年X+1月から当年X月までの1年分の累計値を示す。  
 2. 「償還」には、評価替えに伴う簿価の変動や国債整理基金への売却なども含まれる。  
 (出所) 日本銀行『マネタリーベースと日本銀行の取引』より作成。

### 3.3. マネタリーベースの変動要因

以上の①～⑤ (①銀行券、②国債、③外国為替資金、④その他財政、⑤金融調節 (オペ)) が日本銀行当座預金の増減をもたらす要因である。より正確に言えば、同当座預金がこれら以外の要因で動くことはない。また①～⑤のうち、日本銀行が能動的に働きかけることができる要因は⑤の金融調節のみであることも強調しておきたい。つまり、日本銀行は①～④の要因による当座預金の増減を毎営業日、見極めながら、⑤の金融調節を行っている。

ここで先述の

$$\text{当座預金の増加 (減少)} = \text{銀行券の還流 (発行)} + \text{国債の償還 (発行)} + \text{外国為替資金の払い (受け)} + \text{その他財政の払い (受け)} + \text{資金供給 (吸収) オペ}$$

という恒等式において、右辺の「銀行券の還流 (発行)」を左辺に移項しよう。すると

$$\text{当座預金の増加 (減少)} + \text{銀行券の発行 (還流)}$$

## 第2章 「量的・質的金融緩和」(QQE)の展開

$$= \text{国債の償還（発行）} + \text{外国為替資金の払い（受け）} + \text{その他財政の払い（受け）} + \text{資金供給（吸収）オペ}$$

と書き換えられる。なお、「銀行券の還流（発行）」を左辺に移す際に「銀行券の発行（還流）」と書き換えていることに注意したい。

この式で左辺の「当座預金の増加（減少）＋銀行券の発行（還流）」は定義上、マネタリーベースの増加（減少）に他ならない<sup>69</sup>。つまり

$$\text{マネタリーベースの増加（減少）} = \text{国債の償還（発行）} + \text{外国為替資金の払い（受け）} + \text{その他財政の払い（受け）} + \text{資金供給（吸収）オペ}$$

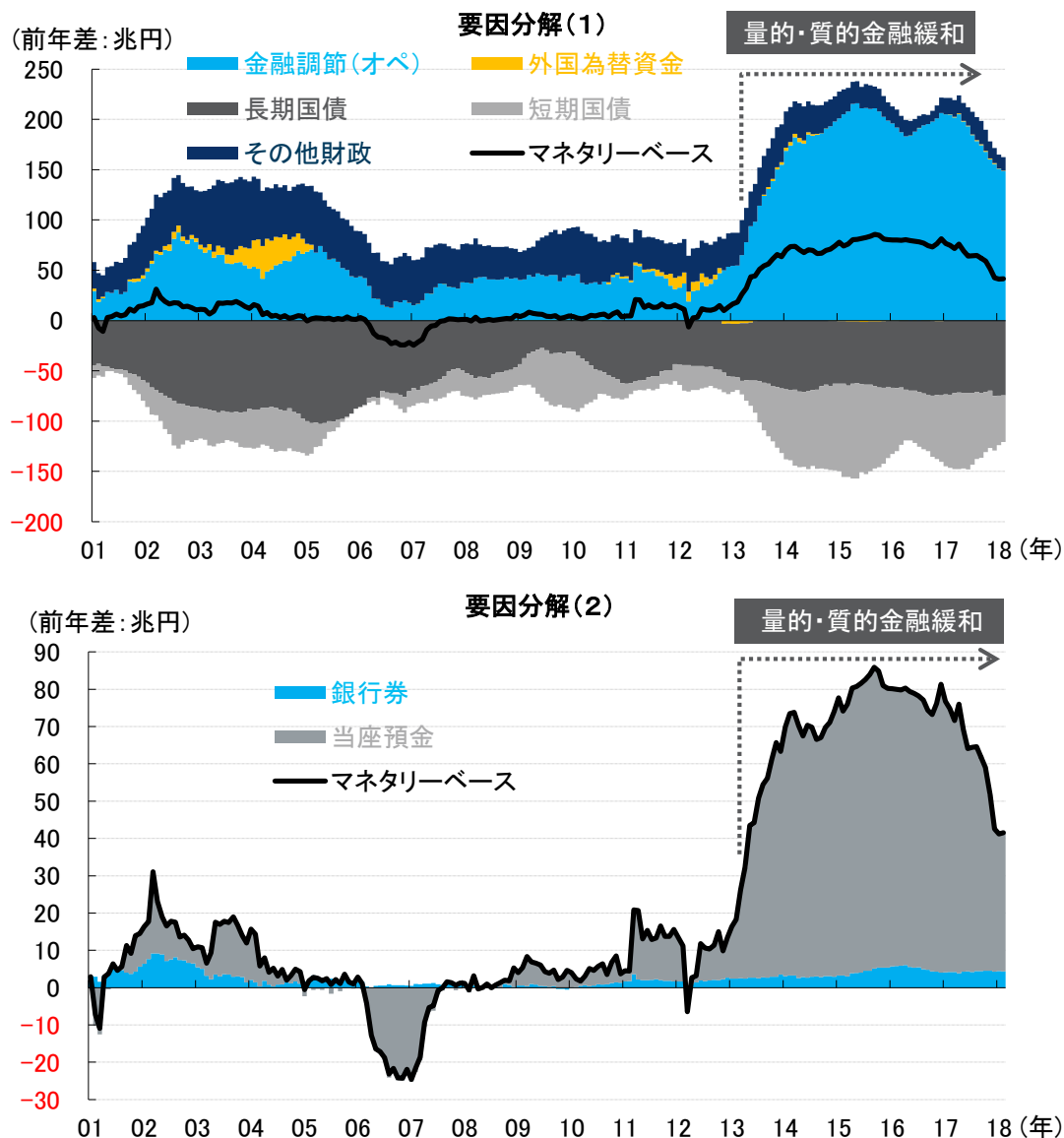
という関係が得られる。これがマネタリーベースの増減を要因分解するための恒等式である。

この式に実際のデータを当てはめると、資金供給オペ（買入れオペ）が大幅に増えることで、マネタリーベースが前年同期比 80 兆円ほどのペースで増えていたことが分かる（図 2-12 上図）。しかも、そのほとんどは日本銀行当座預金の増加である（同下図）。日本銀行のみが採用したマネタリーベース・ターゲティングであるが、日本銀行が再度、操作目標を金利に移した 2016 年 1 月までを対象とすると、操作目標の段階では想定した姿を実現できていたと評価できる。

---

<sup>69</sup> 日本銀行ではなく政府が発行する貨幣も定義上、マネタリーベースに含まれるものの、ここでは検討対象としていない。

図 2-12 マネタリーベースの変動



(注) マネタリーベース増(減)  
 = 国債償還(発行) + 外国為替資金払い(受け) + その他財政払い(受け) + 資金供給オペ(吸収オペ)  
 = 日本銀行当座預金増(減) + 銀行券発行(還流)

(出所) 日本銀行『日銀当座預金増減要因と金融調節』より作成。



#### 第4節 量的・質的金融緩和の中間目標：「期待」の重要性

##### 4.1. QQEの3つの波及経路

操作目標が実現されていたことを踏まえて、焦点を中間目標に移そう。QQEなど非伝統的金融政策において最も重要な中間目標は期待の好転である。ただし、これでは抽象的である。QQEの波及経路を日本銀行が具体的に、どう捉えていたかを探る上で、参考となるのがQQE導入直後の2013年4月12日の黒田総裁の講演である<sup>70</sup>。この講演で黒田総裁は「日本銀行では、金融緩和の効果は、主に3つの経路を通じて経済・物価に波及すると想定しています。第1に、長期国債やETF、J-REITの買入れは、長めの金利の低下を促し、資産価格のプレミアムに働きかける効果を持ちます。これが、資金調達コストの低下を通じて、企業などの資金需要を喚起すると考えられます。第2に、日本銀行が長期国債を大量に買入れる結果として、これまで長期国債の運用を行っていた投資家や金融機関が、株式や外債等のリスク資産へ運用をシフトさせたり、貸出を増やしていくことが期待されます。これは、教科書的にはポートフォリオ・リバランス効果と言われるものです。長期国債の買入れの平均残存期間を思い切って延長したのは、この効果を意識したものです。また、第3に、物価安定目標の早期実現を約束し、次元の違う金融緩和を継続することにより、市場や経済主体の期待を抜本的に転換する効果が考えられます。先ほどお話ししたデフレ期待の払拭です。予想物価上昇率が上昇すれば、現実の物価に影響を与えるだけでなく、実質金利の低下などを通じて民間需要を刺激することも期待できます」と述べ、さらに、各種アンケートやブレイク・イーブン・インフレ率<sup>71</sup>に見る予想物価上昇率が上がっていることについて「それをもたらしたのは金融政策を含む政策に対する期待です。この事実は政策で期待が動くことを示唆しています」と明言した。

つまり日本銀行はQQEの波及経路として

- ① 資産価格効果（長期国債、ETF、J-REITなどの資産価格の押し上げ）
- ② ポートフォリオ・リバランス効果（リスク資産や貸出などへの資金シフト）
- ③ 期待転換効果（予想インフレ率の引き上げ）

<sup>70</sup> 日本銀行<[http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2013/ko130412a.htm/#p0401](http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2013/ko130412a.htm/#p0401)>（参照日：2018年3月17日）。

<sup>71</sup> ブレイク・イーブン・インフレ率は名目利付債と物価連動国債の利回り較差と定義され、しばしばBEIと呼ばれる。この定義に基づくと「BEI=予想インフレ率-物価連動国債の市場流動性プレミアム+インフレ・リスク・プレミアム」となる。ただし実務的には、右辺のプレミアム要因を捨象して、近似的にBEIを債券市場における予想インフレ率と解釈することが多い。

の3つを重視していたことになる。しかもQQE導入から8日しか経っていない時点で、黒田総裁は「(予想物価上昇率の上昇が見られるが)この事実は政策で期待が動くことを示唆しています」とした<sup>72</sup>。QQEを実施するに当たって、いかに日本銀行が期待チャンネルを重視していたかが読み取れる。

### 4.2. 第1の波及経路：資産価格効果

黒田総裁はQQEの第1の波及経路として「資産価格効果」を挙げた。すなわち長期国債やETF、J-REITのリスク資産を日本銀行が直接買い入れることで、資産価格の押し上げが期待されるというものである。

まず長期国債について考えよう。長期国債の価格上昇とは長期金利の低下に他ならない。「純粋期待仮説」(pure expectation hypothesis)に基づくと、長期国債の金利はその投資期間における短期国債の予想金利の平均となる<sup>73</sup>。ただし、投資期間が長ければ、投資期間中に予想外の金利の振幅、つまり価格変動に直面するリスクがある。これは金利リスクあるいは価格変動リスクと呼ばれる。また、投資資金を長期間固定することで、思わぬ資金需要に直面した際に対応できなくなるリスクや換金のための追加的な費用が生じる場合もある。これは流動性リスクである。実際の長期金利には、予想短期金利の平均に加えて、こうした金利リスクや流動性リスクに対する超過利回り、すなわちリスク・プレミアムが要求される<sup>74</sup>。金利リスク・プレミアムと流動性リスク・プレミアムを合わせたのがターム・プレミアムである。

この場合、長期金利は

$$\begin{aligned} \text{長期金利} &= \text{予想短期金利平均} + \text{金利リスク・プレミアム} + \text{流動性リスク・プレミアム} \\ &= \text{予想短期金利平均} + \text{ターム・プレミアム} \end{aligned}$$

と表現できる。これは前出の金利の期間構造式(2-4)を平易に読み替えたものに等しい。

その上で、岩田・日本経済研究センター(2014)は、QQEが長期金利にもたらす効果について、フォワード・ガイダンスが主に予想短期金利の引き下げ、量的緩和(多額の国

<sup>72</sup> ただし、安倍衆議員が2012年9月の自民党総裁選に勝利した後、市場は早くも同年12月の衆院選で安倍内閣が誕生するシナリオを織り込み始めた。安倍が円高修正の必要性を主張していたことから、QQE導入の前に円安が進んでいた。それが輸入物価の上昇を通じて予想物価上昇率が上がるきっかけとなった。したがってQQEの導入のみで予想物価上昇率が押し上げられたとすれば、それはQQEに対する過大評価であろう。

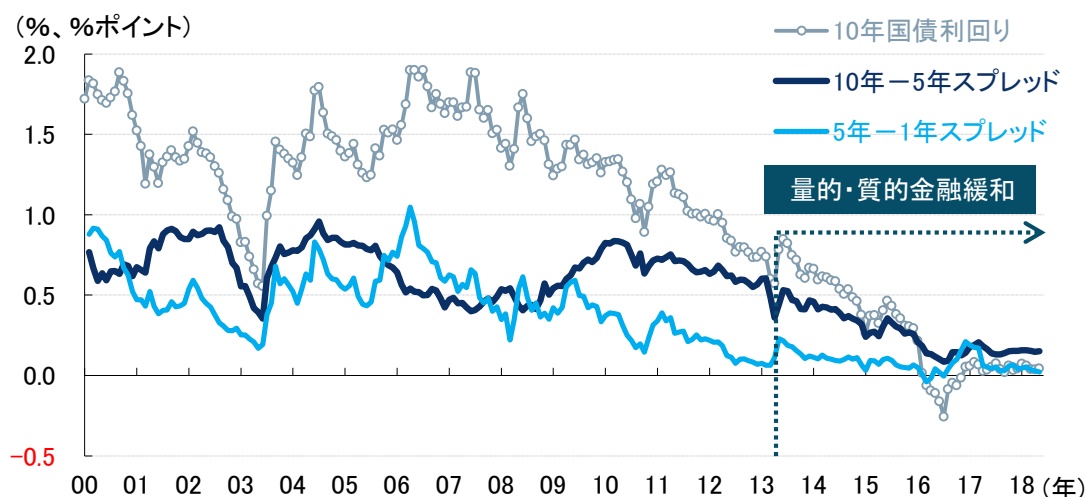
<sup>73</sup> 翁(2013a)、70頁などを参照。

<sup>74</sup> ここでは無リスク資産としての国債を対象としている。発行体の破綻などがありうる社債金利の場合は、金利リスクや流動性リスクに加えて信用リスクに対するプレミアムも要求される。

債買入れオペ)が国債の希少性を高めることでターム・プレミアムの抑制につながるとする<sup>75</sup>。

実際、QQEの導入後、代表的な長期金利の指標である10年国債利回りは低下している。加えて、長期国債利回りと短期国債利回りの差である長短スプレッドも圧縮されている(図2-13)。これは、長期金利の低下の背景に、フォワード・ガイダンスを通じた予想短期金利の低下と、量的緩和による国債の希少性上昇を通じたターム・プレミアムの低下が同時に働いている可能性を物語る。

図 2-13 国債利回りと長短スプレッド



(注) 1. 10年国債利回りは%、スプレッドは%ポイントを単位とする。  
 2. 「10年-5年スプレッド」は10年国債利回りと5年国債利回りの差、「5年-1年スプレッド」は5年国債利回りと1年国債利回りの差を表す。  
 (出所) 財務省『国債金利情報』より作成。

では、長期金利の低下がETFやJ-REITなどリスク資産価格の上昇につながると期待するメカニズムは何だろうか。ここで「擬制資本」(fictitious capital)という考え方が有用となる。定期的、継続的に生じるあらゆる所得は、たとえそれが利子として契約されたものでなくても、利子を生む資本の果実とみなされて、その背後に利子を生む資本の存在が想定されることになる。このような資本を擬制資本と呼ぶ<sup>76</sup>。そのような擬制資本の価格設定について、ルドルフ・ヒルファーディング(Rudolf Hilferding、1877-1941)は「資本主義社会では、どの貨幣額も利子を生む能力を得る。逆に、規則的に反復される収入で

<sup>75</sup> 岩田・日本経済研究センター(2014)、21頁参照。

<sup>76</sup> ここでの擬制資本の定義は大阪市立大学経済研究所編(1993)、221頁による。

譲渡されうるもの (労働賃金などのように、純粹に個人的な、したがって消え失せる、規定されえない条件に結びつけられている収入でない限り、そうである) は、すべて資本の利子と見なされて、支配的利子率で資本還元された額に等しい価格を与えられる<sup>77</sup>とした。この下線部を踏まえて、川波・上川 (2004) は「擬制資本の認識は、有価証券の貨幣への転換可能性と定期的貨幣収入の取得という2つの要件を前提に成立する」<sup>78</sup>と述べている。この2つの条件は、十分な市場流動性を持ち、かつ配当や分配金という形で定期的なキャッシュ・フローが生じるETFやJ-REIT、さらにはより幅広い有価証券に当てはまるといえる。

ETFやJ-REITを擬制資本と捉えたとき、その投資価額は将来の配当などのキャッシュ・フローを利子率で割り引いた現在価値として求められる。この算出過程を「資本還元」あるいは「資本化」(capitalization)と呼ぶ。なお資本還元によって割引現在価値として算出される資産価格は、実際に市場で形成される時価に合致するわけではない。あくまで割引現在価値は、採算上、その価格までであれば投資対象になりうるという意味で、投資対象としての理論価格と位置づけるべきものである。

資本還元の応用例として「ゴードン・モデル」を見ておこう<sup>79</sup>。総資本が自己資本のみからなる企業を想定する。その企業の第 $t$ 期の利益を $S_t$ 、配当を $D_t$ 、内部留保率を $b_t \equiv (S_t - D_t)/S_t$ 、名目金利を $i_t$ 、内部留保を再投資したときの利益率を $\sigma_t$ とする。なお内部留保率を $b_t$ とすると、配当性向は $1 - b_t$ となる。ゴードン・モデルでは、全ての $t$ について $b_t = b$ 、 $i_t = i$ 、 $\sigma_t = \sigma$ と仮定する(ただし $0 < \sigma b < i$ )。この場合、各期の利益は

$$\begin{aligned} S_2 &= S_1 + \sigma b S_1 = S_1(1 + \sigma b) \\ S_3 &= S_2 + \sigma b S_2 = S_1(1 + \sigma b)^2 \\ &\vdots \\ S_n &= S_1(1 + \sigma b)^{n-1} \end{aligned}$$

となる。

また、各期の配当は

$$\begin{aligned} D_1 &= (1 - b)S_1 \\ D_2 &= (1 - b)S_2 = (1 - b)S_1(1 + \sigma b) \\ D_3 &= (1 - b)S_3 = (1 - b)S_1(1 + \sigma b)^2 \end{aligned}$$

<sup>77</sup> Hilferding (1910)、岡崎訳 (1956)、上巻 177 頁。引用文中の下線は筆者による。

<sup>78</sup> 川波・上川 (2004)、80 頁。引用文中の下線は筆者による。

<sup>79</sup> 津村・榊原・青山 (1993)、295-296 頁。

$$\vdots$$

$$D_n = (1 - b)S_1(1 + \sigma b)^{n-1}$$

となる。

この場合、当該企業の株式の割引現在価値  $P$  は

$$P = \frac{(1 - b)S_1}{1 + i} + \frac{(1 - b)S_1(1 + \sigma b)}{(1 + i)^2} + \frac{(1 - b)S_1(1 + \sigma b)^2}{(1 + i)^3} + \dots$$

$$= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1 - b)S_1(1 + \sigma b)^{t-1}}{(1 + i)^t}$$

$$= \frac{(1 - b)S_1}{i - \sigma b}$$

$$= \frac{D_1}{i - \sigma b} \cdots (2 - 5)$$

と非常にシンプルな形で表現される。式(2-5)から、①投資家の認識する金利水準  $i$  が低下(上昇)する、②再投資利益率  $\sigma$  が上昇(下落)する、③内部留保率  $b$  が上昇(下落)すると、第1期の配当  $D_1$  が一定でも、株価  $P$  は上昇(下落)する<sup>80</sup>。

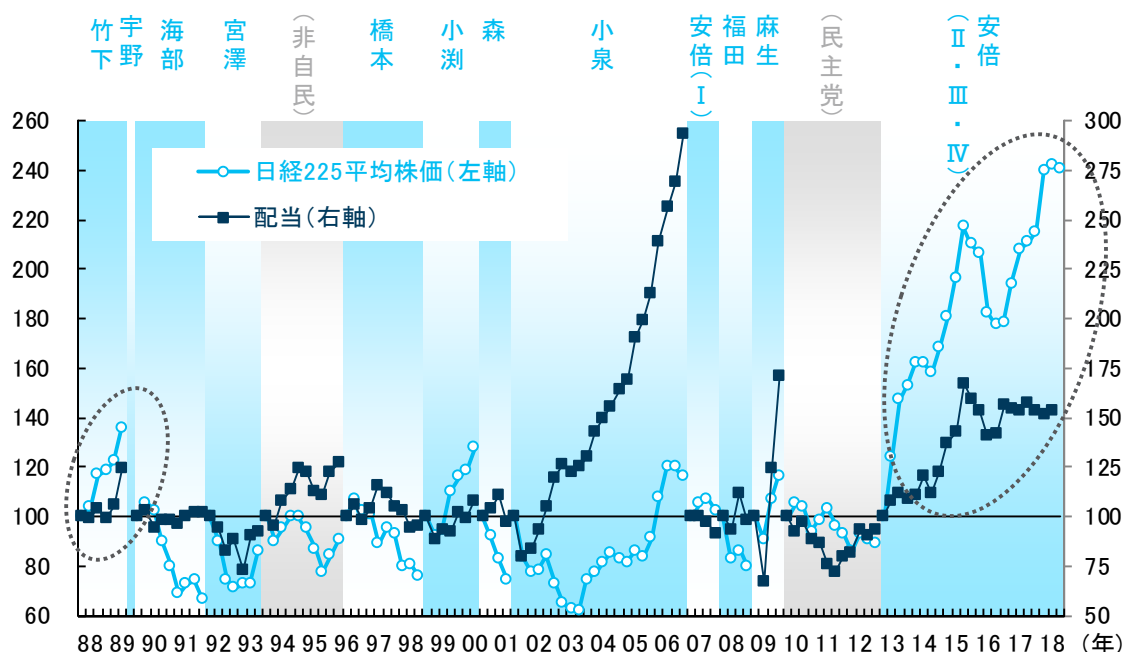
ここでのポイントは、低金利の継続や利益率の上昇が期待されると、この企業が生み出す第1期の利益や配当とは独立して、株価が上昇する余地が生まれるということである。つまり、長期金利の低下や利益率の上昇期待の醸成を通じて、ETFやJ-REITなどの資産価格を上げるというQQEの第1の波及経路が理論的に確認される。

では、アベノミクスの下での株価にこうした波及経路を見て取ることができるだろうか。安倍内閣下での株価の特徴は、配当を大幅に上回るペースで上昇したことにある(図2-14)。バブルが膨張する過程にあった竹下内閣(1987年11月~1989年6月)のときも、株価は配当を上回るペースで上昇したが、現安倍内閣(2012年12月~)の下での動きはそれを凌駕する。

ゴードン・モデルの式(2-5)との関係で言えば、安倍内閣下の株価の上昇は分子である配当  $D_1$  の増加のみでは説明できず、分母の長期金利  $i$  の低下や利益率  $\sigma$  の上昇期待が強く働いていると推察できる。この意味で、QQEの第1の波及経路である資産価格効果は一定程度、機能していると判断できる。

<sup>80</sup> 本文でも述べたが、ここでの  $P$  はあくまで資本還元によって算出される理論的な価格であって、市場で実際に形成される時価を表現したものではない。

図 2-14 内閣別に見た株価と配当



- (注) 1. 各内閣の最初の四半期を 100 として指数化。  
 2. 宇野内閣下の株価と名目 GDP は図示していない。  
 3. ここでの配当は、財務省『法人企業統計年報』における配当金/経常利益比率を同『法人企業統計季報』の四半期ベースの経常利益(季節調整値)に掛け合わせることで算出した推計値。

(出所) 財務省『法人企業統計』、日本経済新聞社 <<https://indexes.nikkei.co.jp/nkave>> (参照日: 2018年3月2日) より作成。

#### 4.3. 第2の波及経路: ポートフォリオ・リバランス効果

黒田総裁が挙げた QQE の第2の波及経路はポートフォリオ・リバランス効果である。そもそもこの第2の波及経路が、第1の波及経路である資産価格効果とどの程度、独立して検証できるか疑問が残る。ただし、上述したとおり第1の波及経路はリスク資産価格の上昇という形で機能している。そうであれば、第2の波及経路であるポートフォリオ・リバランス効果も一定程度、機能していると推察される。

日本銀行は多額の国債買入れオペを行っている。こうした環境下、ポートフォリオ・リバランスが起きているかを見る上で、国債市場の主要投資家である国内銀行<sup>81</sup>と生命保険の資産動向が鍵となる。

国内銀行の資産において最も大きな変化が見られるのは現金預け金と国債である(図

<sup>81</sup> 国内銀行とは、銀行本体の設立根拠が国内法に準拠している銀行を指す(ただし日本銀行と政府関係機関を除く)。具体的には、都市銀行(みずほ、三菱 UFJ、三井住友、りそな、埼玉りそな)、地方銀行、第二地方銀行、信託銀行が含まれる。

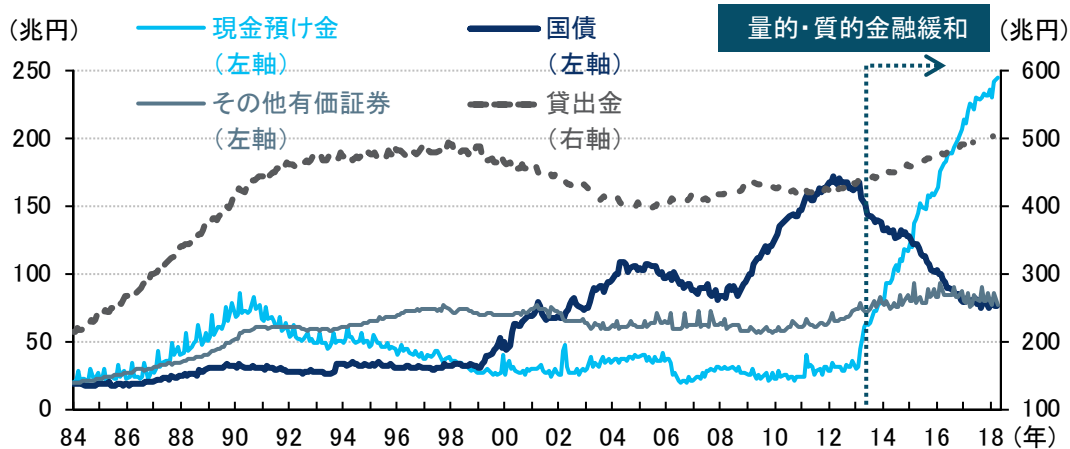
2-15 上)。現金預け金の残高は QQE の直前では 30 兆円前後であったが、足元で 240 兆円を超えている。一方、国債の残高は、日本銀行の多額の買入れオペに応じる中、2012 年 3 月に記録された 171 兆円という過去最高水準から 80 兆円弱にほぼ半減している。こうした中、2015 年 3 月以降は現金預け金の残高が国債を上回っている。これは 1998 年 6 月以来のことである。このような現金預け金の増加を主導しているのが日本銀行当座預金であるが、その背景にマネタリーベースを操作目標とした QQE があつたことはいままでのない。これらと並行して、外国債券、外国株式などの外国証券も増加し、株式の減少にも歯止めがかかっている (同図下)。

生命保険は日本銀行と当座預金契約を持たないため、銀行のような現金預け金の急増は見られない。それでも、生命保険の資産構成にも QQE の影響を見て取ることができる。特に国債保有残高の増勢の鈍化は注目に値する (図 2-16)。一方で、対外証券投資が顕著に増えた。QQE の第 1 の波及経路で見たように、QQE の下、長期金利は一段と抑えられている。このような中でも、長期的視点で期待リターンを高めるため、生命保険は投資資金に占めるリスク資産の割合を高めている。

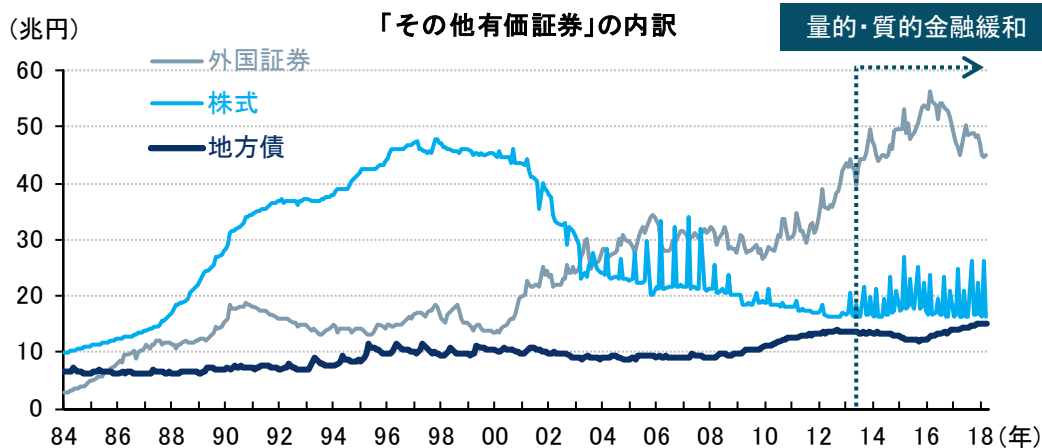
このように QQE は、銀行や生命保険など主要投資家の資産の再構成すなわちポートフォリオ・リバランスを促している。ただし、これを全て QQE の効果と見なすのは幾分、過大評価といえる。QQE とは別の経路でポートフォリオ・リバランスを促した要因として、年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF : Government Pension Investment Fund) を始めとする公的年金の基本ポートフォリオの見直しも無視することはできない。

運用資産残高が 145 兆円 (2016 年末) にのぼる世界最大の年金基金かつ機関投資家である GPIF は、2014 年 10 月 31 日、基本ポートフォリオを国内債券 35% (許容レンジは 25~45%、以下同)、国内株式 25% (16~34%)、外国債券 15% (11~19%)、外国株式 25% (17~33%) に変更した。変更前の基本ポートフォリオが国内債券 60% (52~68%)、国内株式 12% (6~18%)、外国債券 11% (6~16%)、外国株式 12% (7~17%)、短期資産 5% であったことを踏まえると、国内債券の比率が大幅に圧縮され、国内株式、外国債券、外国株式の位置付けが高まったことになる (図 2-17)。こうした GPIF の制度的なポートフォリオ・リバランスも、その運用残高の大きさと相俟って、銀行や生命保険などにリバランスを促したものと考えられる。

図 2-15 国内銀行の資産

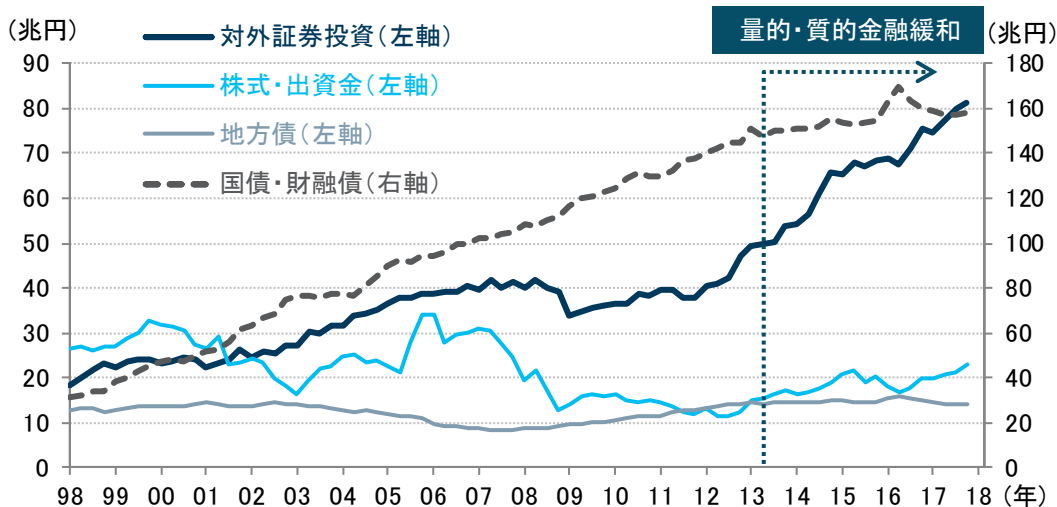


「その他の有価証券」の内訳



(注) ここでの「その他の有価証券」には外国証券、株式、地方債が含まれる。  
 (出所) 日本銀行『国内銀行の資産・負債等（銀行勘定）』より作成。

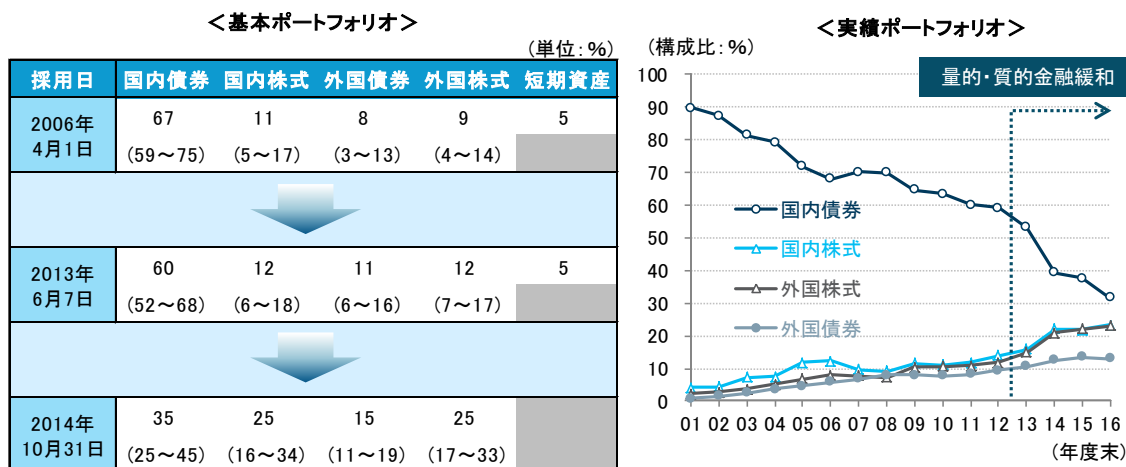
図 2-16 生命保険の保有有価証券



(出所) 日本銀行『資金循環統計』より作成。



図 2-17 GPIFの基本ポートフォリオと実績ポートフォリオ



(注) 1. 基本ポートフォリオおよび実績ポートフォリオは時価評価。

2. ( ) 内は許容レンジ。

(出所) 年金積立金管理運用独立行政法人 < <http://www.gpif.go.jp/operation/foundation/portfolio.html> > (参照日: 2018年3月14日) より作成。

しかも、GPIFが新しい基本ポートフォリオを発表した2014年10月31日は、日本銀行がQQEを拡張し、市場に強いサプライズを与えた日であった<sup>82</sup>。同日の記者会見で黒田総裁は、GPIFの基本ポートフォリオの見直しと金融政策に直接的な関係は全くないとしたが、日本銀行の追加緩和とGPIFの運用姿勢の変更を重ね合わせることで、ポートフォリオ・リバランスの促進に向けた政策当局の強いコミットメントを市場が感じ取ったのは想像に難くない<sup>83</sup>。この意味で、足元にかけて見られるポートフォリオ・リバランスはQQEとGPIFの合わせ技という側面を有する。

<sup>82</sup> 2014年10月31日、日本銀行は操作目標であるマネタリーベースの増加ペースを、それまでの年間60~70兆円から年間80兆円に引き上げた。またそれを実現するため、国債保有残高の増加ペースを従来の年間50兆円から年間80兆円に高め、ETFやJ-REITの保有残高の増加ペースもそれまでの3倍にした(ETFは年間3兆円から9兆円、J-REITは年間300億円から900億円に増加ペースを引き上げ)。この追加緩和が発表される3日前の10月28日、黒田総裁は参議院財政金融委員会で「消費者物価の先行きについては、暫くの間、1%台前半で推移したあと、本年度後半から再び上昇傾向をたどり、2014年度から16年度までの見通し期間の中盤頃に、『物価安定の目標』である2%程度に達する可能性が高い」と従来の見方に沿う発言をしていた。その上で、QQEは「所期の効果を発揮しており、日本経済は2%の『物価安定の目標』の実現に向けた道筋を順調にたどっています」と明言した。国会でのこうした発言を踏まえ、市場は当面、追加緩和はないという見方に傾いていた。ところが、わずか3日後の10月31日、日本銀行は追加緩和を発表し、市場は不意を突かれた形となった。なお、この追加緩和後のQQEは市場ではしばしばQQE2と呼ばれる。10月28日の参議院での黒田総裁の発言は日本銀行 < [http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2014/ko141028a.htm/](http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2014/ko141028a.htm/) > (参照日: 2018年3月14日)、10月31日の追加緩和については日本銀行 < [http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2014/k141031a.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2014/k141031a.pdf) > (参照日: 2018年3月14日)を参照。QQE2については森田(2014b)などを参照。

<sup>83</sup> 2014年10月31日の黒田総裁の記者会見については、日本銀行 < [http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken\\_2014/kk1411a.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2014/kk1411a.pdf) > (参照日: 2018年3月14日)を参照。

## 第2章 「量的・質的金融緩和」(QQE)の展開

なお、公的年金で基本ポートフォリオを見直したのは GPIF だけではない。国家公務員共済組合連合会 (KKR)、地方公務員共済組合連合会 (PAL)、日本私立学校振興・共済事業団 (PMAC) も GPIF に追随する形で、国内債券 35%、国内株式 25%、外国債券 15%、外国株式 25% という基本ポートフォリオを採用した (表 2-3)。許容レンジにこそ差はあるが、いずれの年金も GPIF と全く同じ基本ポートフォリオに移ったことになる。このように、銀行や生命保険など主要な民間の機関投資家だけでなく、GPIF など公的な機関投資家もリバランスを進めた。

表 2-3 公的年金の基本ポートフォリオと運用資産残高

(単位:%)

	2014年10月31日採用			2015年2月25日採用			2015年10月1日採用			2015年9月30日採用		
	年金積立金管理運用 独立行政法人(GPIF)			国家公務員共済 組合連合会(KKR)			地方公務員 共済組合連合会(PAL)			日本私立学校 振興・共済事業団(PMAC)		
	基本ポートフォリオ			基本ポートフォリオ			基本ポートフォリオ			基本ポートフォリオ		
	許容レンジ			許容レンジ			許容レンジ			許容レンジ		
	下限	上限		下限	上限		下限	上限		下限	上限	
国内債券	35.0	25.0	45.0	35.0	5.0	65.0	35.0	20.0	50.0	35.0	25.0	45.0
国内株式	25.0	16.0	34.0	25.0	15.0	35.0	25.0	11.0	39.0	25.0	16.0	34.0
外国債券	15.0	11.0	19.0	15.0	5.0	25.0	15.0	9.0	21.0	15.0	11.0	19.0
外国株式	25.0	17.0	33.0	25.0	15.0	35.0	25.0	13.0	37.0	25.0	17.0	33.0
運用資産残高	144.8兆円			6.7兆円			21.4兆円			3.2兆円		

- (注) 1. 運用資産残高は 2016 年末時点。  
 2. 基本ポートフォリオおよび運用資産残高は時価評価。  
 3. 運用資産残高については、「国家公務員共済組合連合会」(KKR) は厚生年金保険給付積立金、「地方公務員共済組合連合会」(PAL) および「日本私立学校振興・共済事業団」(PMAC) は厚生年金保険給付積立金と経過的長期給付積立金の合計。

(出所) 年金積立金管理運用独立行政法人 <<http://www.gpif.go.jp/operation/state/>>、国家公務員共済組合連合会 <<http://www.kkr.or.jp/shikin/funds.htm>>、地方公務員共済組合連合会 <<http://www.chikyoren.or.jp/sikin/joukyo.html>>、日本私立学校振興・共済事業団 <<http://www.shigakukvosai.jp/shokai/shisan/index.html>> より作成 (参照日: 2018 年 3 月 14 日)。

#### 4.4. 第3の波及経路：期待転換効果

QQE の第 1 の波及経路である資産価格効果や第 2 の波及経路であるポートフォリオ・リバランス効果は、主に市場参加者の期待に働きかけるものである。これに対して、第 3 の波及経路である期待転換効果は、市場参加者だけでなく、企業や家計など経済主体の期待の転換も念頭に置いている。

ただし、操作目標であるマネタリーベースの急増、あるいは日本銀行のバランスシート

の膨張が経済主体の予想インフレ率を直接的に高めるという考え方は、中央銀行間で共有されているわけではない。そもそもマネタリーベースの増加を主導しているのは日本銀行当座預金のうちの超過準備であるが<sup>84</sup>、この超過準備は日本銀行のバランスシートの負債側に電子的にたまった澱(おり)のようなものである。これが増えたという現象のみで、企業や家計など経済主体の期待が好転したり、予想インフレ率が上がったたり、信用創造が活発になるわけではない。だからこそ、日本銀行以外の主要中央銀行は量的緩和策においてマネタリーベースを操作目標として採用することはなかった。バーナンキ前FRB議長に至っては「連邦準備制度のバランスシートの規模は予想インフレ率に全く影響しない」と述べている<sup>85</sup>。

では、日本銀行はマネタリーベースと期待の結びつきをどう見ていたのだろうか。QQEの理論的支柱を担ったと推察される岩田前副総裁が、副総裁候補(当時学習院大学教授)として、2013年3月の衆議院議院運営委員会で述べた所信がポイントとなる。同委員会で岩田は、金融政策のレジームを転換し、期待に働きかける上でも、マネタリーベースを大量に増やさなくてはならないと再三強調した<sup>86</sup>。また、黒田総裁も2015年6月の国際決済銀行(BIS)の年次総会で「中央銀行のバランスシートの大きさは重要」、「(バランスシートの大きさは)中央銀行のデフレ克服に向けたコミットメントを表す強いシグナル」と述べている<sup>87</sup>。

つまり黒田総裁も岩田前副総裁も、「マネタリーベース(操作目標)→物価の安定(最終目標)」という純粋マネタリスト的な誘導型アプローチを念頭に置いて、マネタリーベース・ターゲティングを導入したわけではない。むしろマネタリーベースをレジーム転換の

<sup>84</sup> 超過準備とは日本銀行当座預金のうち法定準備預金(所要準備ともいう)を超える部分を指す。

<sup>85</sup> 2012年12月12日のFOMC後の記者会見で、バーナンキFRB議長は“We want to be sure that there’s no misunderstanding, that there’s no effect on inflation expectations from the size of our balance sheet. That’s one of the things we have to look at, but as to this point, there just really is no evidence that people are taking it that way.”(下線筆者)と述べた。詳細はFRB<<https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20121212.pdf>>(Accessed on March 5, 2018), p.32を参照。

<sup>86</sup> 2013年3月5日の衆議院議院運営委員会で、岩田は「政策金利はゼロになっていますので、どうしても、マネタリーベースを拡大するといういわゆる量的緩和を進めなきゃいけない」、「中央銀行が物価の安定、例えば2%なら2%の達成に全面的な責任を負う。(中略)これを金融政策のレジームの転換といいます」、「市場の予想インフレ率がどう動くかというのをデータで見ながら、マネタリーベースを大量に、基本的には大量(に供給する)」、「幾らにマネタリーベースをすればいいかというのはちょっとお答えできないんですが、かなり大きいということは間違いない」などと発言した。発言の詳細は衆議院<[http://www.shugiin.go.jp/internet/itdb\\_kaigiroku.nsf/html/kaigiroku/002018320130305012.htm](http://www.shugiin.go.jp/internet/itdb_kaigiroku.nsf/html/kaigiroku/002018320130305012.htm)>(参照日:2018年3月5日)を参照。

<sup>87</sup> 日本銀行<[http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2015/ko150629a.htm/](http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2015/ko150629a.htm/)>(参照日:2018年3月5日)。

## 第2章 「量的・質的金融緩和」(QQE)の展開

「象徴」あるいは「シグナル」と位置づけた上で、「マネタリーベース（操作目標）→レジーム転換を通じた期待の好転（中間目標）→物価の安定（最終目標）」という2段階アプローチを想定していたといえる。

中央銀行にとって期待とりわけインフレ予想が重要となる理由は3つある<sup>88</sup>。第1に、インフレ予想は実質金利を左右することで、設備投資や住宅投資などの経済活動に影響する。仮に中央銀行が名目金利を一定に維持していても、予想インフレ率の変動を通じて実質金利が振れれば、実物経済も影響を受ける。その結果、需給ギャップひいては物価が変動する可能性がある。つまり、インフレ予想は実体経済に対する金融政策の緩和度合いを変える要素である。

第2に、インフレ予想は価格や賃金の設定行動を変えることで、実際の物価に影響する。例えば、企業が物価全般の上昇を予想したとしよう。その場合、その企業自身の販売価格を上げようとするであろう。同様の予想に基づく価格設定行動を多くの企業がとれば、実際に物価が上昇する。また、労働組合が物価上昇を予想すれば、実質賃金の保持の観点から、賃金上昇を企業側に求めるであろう。その結果、賃金が上がれば、企業は賃金の上昇分を自らの販売価格に転嫁するかもしれない。この場合も物価が上昇する可能性がある。つまりインフレ予想は、価格・賃金設定行動の変化を通じて自己実現しうる。

第3に、インフレ予想は中央銀行に対する信認や中央銀行のコミュニケーションの成否を測る代理変数となりうる。仮に経済主体の中長期的な予想インフレ率が中央銀行の目標から大きくずれていれば、経済主体が中央銀行の物価目標を信じていない、あるいは中央銀行の物価目標を認知していない可能性がある。この場合、中央銀行は政策の枠組みやコミュニケーションのあり方の再検討を迫られることになる。

このように中央銀行にとって重要な情報となるインフレ予想だが、それを高い確度で捉えることは難しい。そうした中、直接的に予想インフレ率を観察する手段としては①サーベイ、②ブレイク・イーブン・インフレ率(BEI)が挙げられる。このうちサーベイについて主要なものをまとめると表2-4のようになる。いずれのサーベイも予想主体が家計、企業、市場参加者、エコノミストという具合に制約されており、幅広い経済主体の予想インフレ率を包括的に捉える単一のサーベイは存在しない。またBEIは、先述したように名目利付債と物価連動国債の利回り格差であり、近似的には債券市場参加者の予想インフレ

<sup>88</sup> 以下の3つの理由は関根・吉村・和田(2008)を参考にしている。

率を表す<sup>89</sup>。

表 2-4 予想インフレ率の主要サーベイ

サーベイ名	発表機関	予想主体	予想期間	
			短期	中長期
生活意識に関するアンケート調査 消費動向調査	日本銀行 内閣府	家計	1年	5年
		家計	1年	(該当なし)
短観(全国企業短期経済観測調査) ロイター短観 QUICK短観	日本銀行 ロイター QUICK	企業	1年	3年、5年
		企業	1年	(該当なし)
		企業	1年	2年後以降
QSS債券月次調査	QUICK	債券市場参加者	1年、2年	10年
ESPフォーキャスト調査 コンセンサス・フォーキャスト	日本経済研究センター Consensus Economics	エコノミスト	1年、2年	2~6年、7~11年
		エコノミスト	5年までの各年	6~10年

(出所) 西口・中島・今久保(2014)、図表1より作成。

このうち、いくつかのサーベイと BEI に基づいて、家計、企業、市場それぞれの予想インフレ率を見てみよう(図 2-18)。2013 年 4 月に QQE が始まったが、確かにその頃を境に、家計の予想インフレ率は前年比+2%から同+3%に上がっている。BEI に基づく市場の予想インフレ率も前年比 0%程度から同 1%近辺に上がっている。その後、2014 年央から 2015 年央にかけては、実際のコア CPI (生鮮食品を除く消費者物価指数) が急失速した割には<sup>90</sup>、予想インフレ率が底堅く推移した。日本銀行は、このような予想インフレ率の底堅さは 2014 年 10 月 31 日の追加緩和が効いていることの証左とした<sup>91</sup>。

こうした状況下の 2015 年 5 月、日本銀行は QQE から 2 年が経過した時点での評価と

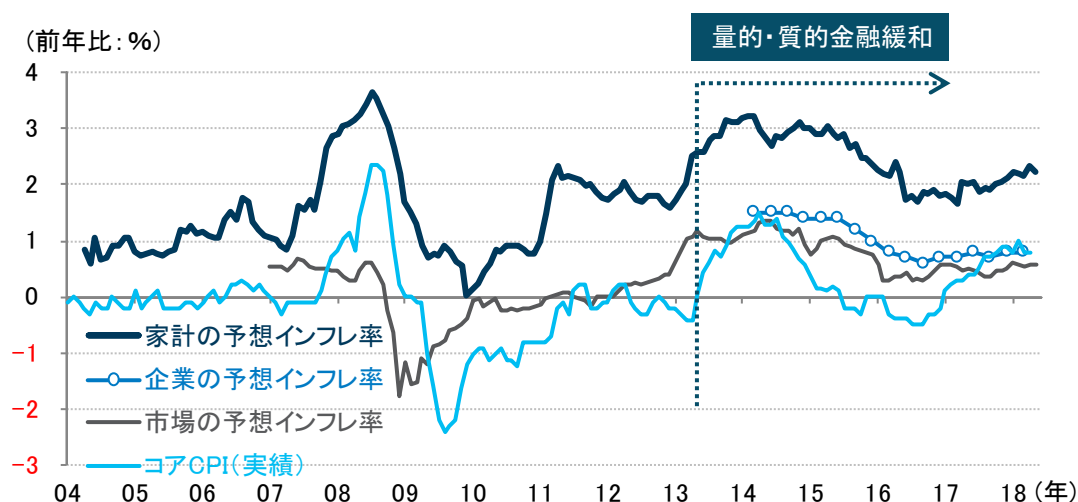
<sup>89</sup> 既述の通り、厳密には「BEI=予想インフレ率-物価連動国債の市場流動性プレミアム+インフレ・リスク・プレミアム」となる。したがって BEI を予想インフレ率とするのは、あくまで近似的な解釈である。

<sup>90</sup> 2014 年半ばから 2015 年初頭にかけてのコア CPI 上昇率の急失速は、原油市況の急落による。日本経済に影響を与えやすい東京ドバイ原油(東京原油スポット市場における中東産ドバイ原油の翌月または翌々月渡し現物 FOB 価格)は 2014 年 6 月の 1 バレル 108.2 ドル(月中平均)をピークに、2015 年 1 月には同 45.4 ドルまで下がった。原油自体は CPI に含まれないが、ガソリンや灯油など原油製品の価格下落によって CPI 上昇率の失速につながった。

<sup>91</sup> 2015 年 5 月 15 日、黒田総裁は「『量的・質的金融緩和』の 2 年」というタイトルで講演し、「(2014 年 4 月の)消費税率引き上げ後の需要面の弱めの動きや、昨年(2014 年:筆者注)夏場以降、原油価格が大幅に下落したことを背景に、消費者物価の伸び率が鈍化しました。(中略)それが予想物価上昇率を通じて、企業などの価格や賃金設定行動に影響を与える場合、今までご説明してきたようなメカニズムが働かなくなってしまうリスクがあります。そうしたリスクを未然に防ぐため、日本銀行は、昨年(2014 年:筆者注)10 月、「量的・質的金融緩和」を拡大し、さらに強力な金融緩和を推進することとしました。その後の予想物価上昇率の動きをみると、マーケット指標や各種アンケート調査などは、原油価格の下落にもかかわらず、下落していません」と述べた。詳細は日本銀行 <[http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2015/ko150515a.htm#p0203](http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2015/ko150515a.htm#p0203)>(参照日:2018 年 3 月 5 日)を参照。

して、QQEは実質金利を1%ポイント弱押し下げること需給ギャップを1.1~3.0%ポイント改善させ、CPI前年比変化率を1%ポイントほど押し上げた、との検証結果を発表した<sup>92</sup>。ところが、日本銀行がそのような評価をした直後から、予想インフレ率は実際のインフレ率を後追いするかのようになり始めた。これは企業や家計など経済主体の期待形成が適格的(adaptive)であることを物語る。

図 2-18 家計、企業、市場の予想インフレ率



- (注) 1. 「家計の予想インフレ率」は内閣府『消費動向調査』の「消費者が予想する1年後の物価見通し」に基づく。「5%以上」を5%、「2%以上5%未満」を3.5%、「2%未満」を1%と読み替えた上で回答分布に基づく加重平均で予想インフレ率を算出。  
 2. 「企業の予想インフレ率」は日銀短観における1年後の「物価全般(CPI)の見通し」を使用(2014年3月調査から始まった四半期の調査)。  
 3. 「市場の予想インフレ率」は物価連動国債の再発行が始まった2013年10月以降は10年物価連動国債新発債に基づくブレイク・イーブン・インフレ率(BEI)、それ以前は10年インフレーションスワップから算出。  
 4. 「量的・質的金融緩和」は2013年4月4日、「追加緩和」は2014年10月31日。  
 (出所) 総務省『消費者物価指数』、内閣府『消費動向調査』、日本銀行『短観(全国企業短期経済観測調査)』、東京証券取引所より作成。

ここで、予想インフレ率と政策効果との関連について、理論的な注意点を指摘したい。「予想インフレ率上昇→実質金利低下→需給ギャップ改善→CPI押し上げ」という効果は、マクロモデル上では説明変数の変化による効果である。すなわち  $y = X\hat{\beta} + e$  ( $y$  は  $n \times 1$  の列ベクトルで被説明変数、 $X$  は  $n \times K$  の行列で説明変数、 $\hat{\beta}$  は  $K \times 1$  の列ベクトルで推計パラメータ、 $e$  は  $n \times 1$  の列ベクトルで残差) というマクロモデルを仮定したとき、あくまで  $X$  が変化したことによる効果である。

<sup>92</sup> 日本銀行企画局(2015)、4頁。

一方、QQEの期待転換効果が最終的に目指しているのは、上昇したインフレ予想を経済主体の意思決定に定着させ、その意思決定に基づいて賃金や物価が形成される姿である。これはマクロモデルでいうと、説明変数ではなく推計パラメータの変化である。つまり  $y = X\hat{\beta} + e$  における  $\hat{\beta}$  の変化であり、これはモデル自体が変わることを意味する。

QQEが目指すパラメータ・シフトの代表例が、フィリップス曲線の押し上げである<sup>93</sup>。黒田総裁も2015年5月23日のECB主催フォーラムで「金融政策を大胆に見直すことを通じて、人々の予想物価上昇率を高め、フィリップス・カーブ全体を上方にシフトさせる」と発言した<sup>94</sup>。

なぜ予想インフレ率が上がると、フィリップス曲線は上方にシフトするのだろうか。フィリップス曲線のシフトはQQEが目指す期待転換効果の評価軸となることを踏まえて、同曲線の考え方を整理しておこう。

労働市場での需給の変化によって実質賃金が調整されるという新古典派の仮定を置く。 $u$ を失業率、 $w$ を名目賃金(貨幣賃金)、 $p$ を物価、 $p^e$ を予想物価、 $\pi$ をインフレ率、 $\pi^e$ を予想インフレ率とする。実質賃金は  $w/p^e$  と定義される。このとき賃金版フィリップス曲線は

$$\frac{\Delta(w/p^e)}{w/p^e} = \alpha - \beta \cdot u \quad (\beta > 0)$$

と定式化できる。よって

$$\frac{\Delta w}{w} = -\beta \cdot u + \alpha + \frac{\Delta p^e}{p^e} \cdots (2-6)$$

ここで労働分配率  $wL/pY$  ( $L$ は就業者数、 $Y$ は実質GDP)を一定とすると、労働生産性  $Y/L$  の変化率  $g$  は

$$g = \frac{\Delta w}{w} - \frac{\Delta p}{p}$$

となる。これを式(2-6)に代入することで、

$$\frac{\Delta p}{p} = -\beta \cdot u + \left( \alpha + \frac{\Delta p^e}{p^e} - g \right)$$

<sup>93</sup> その他のパラメータ・シフトとしては、期待の好転による株価の上昇がトービンの  $q$  を引き上げることで、企業の設備投資姿勢がこれまで以上に積極的になる経路も想定しうる。

<sup>94</sup> 日本銀行 <[http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2015/ko150524a.htm/](http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2015/ko150524a.htm/)> (参照日: 2018年3月5日)。

$$\therefore \pi = -\beta \cdot u + (\alpha + \pi^e - g) \cdot \cdot \cdot (2-7)$$

が得られる。式(2-7)は期待を織り込んだ賃金版フィリップス曲線である<sup>95</sup>。

さらに、 $Y$ と潜在GDP  $Y_{pot}$ の乖離を表す需給ギャップを  $Y_{gap} (\equiv (Y - Y_{pot}) / Y_{pot})$  とする。有効需要が不足する景気悪化局面では、 $Y_{gap}$ はマイナス方向に広がり、失業率  $u$ は悪化つまり上昇するであろう。逆に、有効需要が増える好況期は、 $Y_{gap}$ がプラス方向に動く一方、 $u$ は低下する。このような  $Y_{gap}$ と  $u$ の負の関係を

$$u = -\gamma \cdot Y_{gap} \quad (\gamma > 0)$$

とする<sup>96</sup>。これを式(2-14)に代入すると、

$$\begin{aligned} \pi &= -\beta(-\gamma \cdot Y_{gap}) + (\alpha + \pi^e - g) \\ &= \varphi \cdot Y_{gap} + (\alpha + \pi^e - g) \quad (\varphi \equiv \beta \cdot \gamma > 0) \cdot \cdot \cdot (2-8) \end{aligned}$$

が得られる。

式(2-8)が期待を織り込んだフィリップス曲線である。その切片は  $\alpha + \pi^e - g$  で表される。ここから予想インフレ率  $\pi^e$ が上昇すると、フィリップス曲線の切片が上がる、つまりフィリップス曲線が上方シフトすることが分かる。

では実際に、期待を織り込んだフィリップス曲線を描くこととしよう。その際、2つの視点に基づく比較を試みる。第1に、2012年末に始まったアベノミクスの前と同進行下の比較、2つ目の視点が日本、米国、ユーロ圏との比較である。

まず、アベノミクスの前と同進行下を比較すると、重要な示唆が得られる。それはフィリップス曲線の切片がほとんど変わっていないということである(図2-19)。むしろアベノミクス前の切片が0.43、同進行下での切片が0.31という具合に、若干なりとも下がっている。つまり、アベノミクスおよびその第1の矢を担うQQEが続く中、経済主体の予想インフレ率には有意な押し上げ効果が表れていない。

さらに、日本、米国、ユーロ圏のフィリップス曲線を比べると、日本の切片の低さが浮き彫りとなる(図2-20)。これは、日本では予想インフレ率が、米国やユーロ圏ほど高めにアンカーされていないことを物語る。予想インフレ率を引き上げ、それを経済主体の意

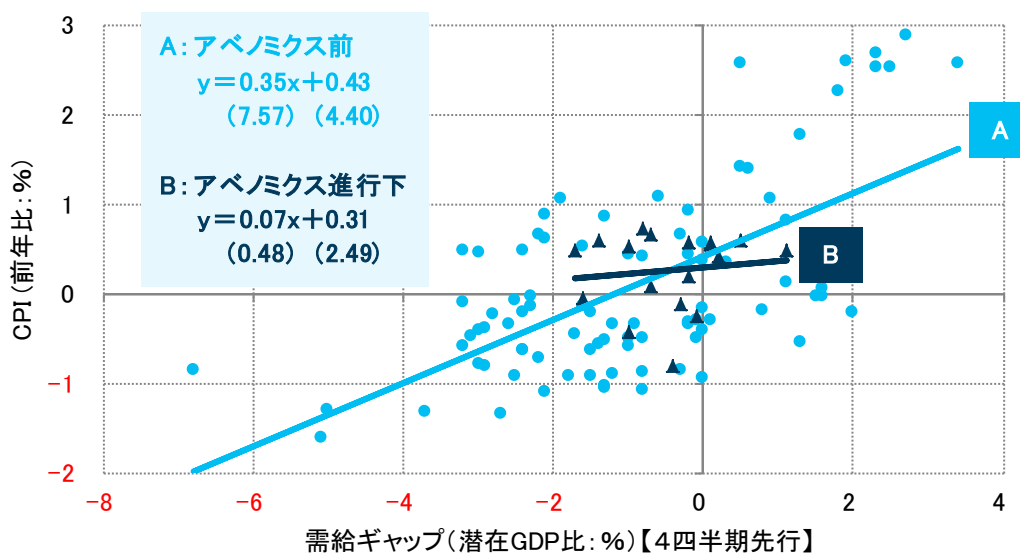
<sup>95</sup> 長期では  $\pi = \pi^e$  が想定できる。このとき式(2-7)から、自然失業率  $u^N = (\alpha - g) / \beta$  が得られ

る。したがって、労働生産性成長率  $g$ が上がる(下がる)と、自然失業率  $u^N$ は下がる(上がる)。

<sup>96</sup> 失業率の変化と実質GDP成長率には負の相関がある。この関係は、それを最初に見出した米国の経済学者アーサー・オークン(Arthur Melvin Okun, 1928-1980)の名にちなんで「オークンの法則」(Okun's law)と呼ばれる。齊藤・岩本・太田・柴田(2010)は、オークンの法則が緩やかながら日本経済に妥当するとしている。齊藤・岩本・太田・柴田(2010)、211頁参照。

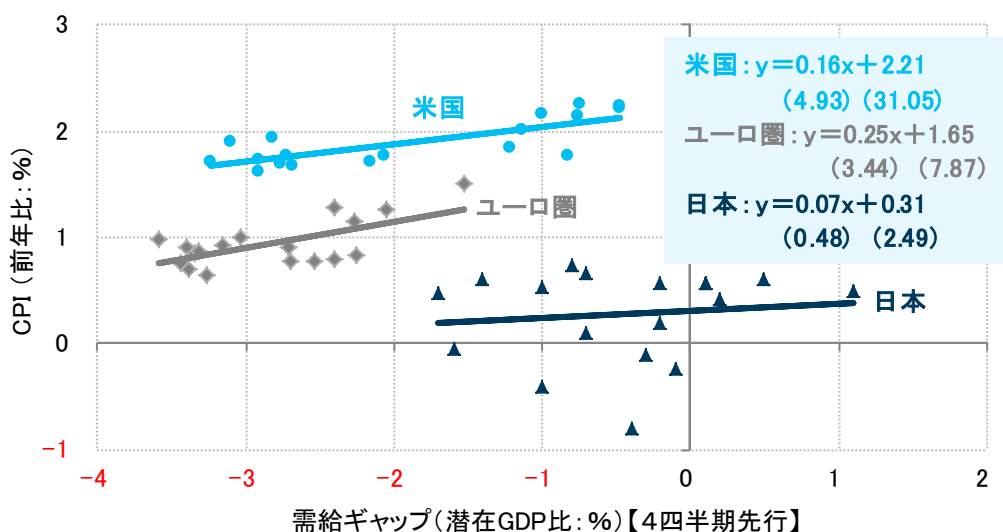


図 2-19 アベノミクス前後のフィリップス曲線



- (注) 1. ここでは 1991 年 1~3 月期から 2012 年 10~12 月期を「アベノミクス前」、2013 年 1~3 月期以降を「アベノミクス進行下」としている。  
 2. 需給ギャップ (%) = (実績 GDP - 潜在 GDP) / 潜在 GDP × 100。  
 3. CPI は酒類以外の食料およびエネルギーを除く総合 CPI (消費税率引き上げの影響は除く)  
 4. 係数下の ( ) 内は  $t$  値。  
 (出所) 総務省『消費者物価指数』、内閣府資料より作成。

図 2-20 日・米・ユーロ圏のフィリップス曲線



- (注) 1. アベノミクス始動後の 2013 年 1~3 月期以降を対象とする。  
 2. 需給ギャップ (%) = (実績 GDP - 潜在 GDP) / 潜在 GDP × 100  
 3. CPI は日本が酒類以外の食料・エネルギーを除く総合、米国が食料・エネルギーを除く総合 CPI、ユーロ圏がエネルギー・未加工食品を除く総合 HICP。  
 4. 係数下の ( ) 内は  $t$  値。  
 (出所) 総務省『消費者物価指数』、内閣府『国民経済計算』、U.S. Department of Labor, Congressional Budget Office, Eurostat より作成。

思決定に定着させるというQQEの第3の波及経路すなわち期待転換効果が出現するには、今なお時間を要する。

なお今後、潜在成長率(≒自然利子率)が長期にわたって低迷したとき、予想インフレ率が低位にある国ほど、短期金利の操作を軸とする伝統的金融政策への回帰が難しくなる。なぜならば、予想インフレ率が低位に抑えられている下では、実質金利(=名目金利-予想インフレ率)を自然利子率より低く抑えることが難しくなるからである。つまり金融政策によって実質金利ギャップ(=実質金利-自然利子率)を負にすることが難しくなる<sup>97</sup>。米国やユーロ圏と比べて日本のフィリップス曲線の切片が低いこと、しかも切片の低さがアベノミクス前後でほとんど変わっていないことを踏まえると、自然利子率の低迷が常態化したとき、伝統的金融政策への回帰のハードルが最も高いのは日本といえよう。

### 4.5. 金融政策決定会合の運営とコミュニケーション

先にインフレ予想が中央銀行にとって重要となる理由を3つ挙げた。そのうちの1つは、予想インフレ率が中央銀行のコミュニケーションの成否を測る代理変数になりうるというものであった。日本のフィリップス曲線が依然低位にあること、つまり予想インフレ率が2%近辺でアンカーされていないことを踏まえると、日本銀行は市場、企業、家計など幅広い主体とのコミュニケーションの改善を図る必要がある。

この観点に立ったとき、2015年6月19日に発表された日本銀行の決定事項は特筆に値する。同日の金融政策決定会合で、日本銀行は関係政令の変更を条件に、2016年1月以降の同会合の運営について以下の4つの変更を決定した<sup>98</sup>。

第1に、金融政策決定会合を年14回から年8回に減らす。これはFRSやECBに歩調を合わせたことになる<sup>99</sup>。なお、決定会合の頻度は「日銀法施行令第9条」が規定している<sup>100</sup>。これは法律ではなく施行令(政令)であることから、国会の決定ではなく政府の命

<sup>97</sup> 前出の式(2-2)で示した期待IS曲線は、実質金利ギャップを負にすることで需給ギャップが改善するという関係を示している。したがって伝統的金融政策のレジームにおいては、政策金利の引き下げを通じてスムーズに実質金利ギャップを負にすることが、緩和局面で肝要となる。

<sup>98</sup> 日本銀行<[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2015/rel150619a.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2015/rel150619a.pdf)>(参照日:2015年3月5日)。

<sup>99</sup> 年12回行っていたBoEも年8回に減らす方針を、日本銀行に先んじて明らかにしていた。

<sup>100</sup> 2015年の改正前の日銀法施行令第9条は「政策委員会の議長(中略)は、法第十五条第一項各号に掲げる事項(以下この条において「金融調節事項」という)を議事とする会議を、一月に二回、相当な間隔をおいて招集することを常例としなければならない」としていた。この「常例としなければならない」という部分について、2015年6月19日の定例記者会見で、黒田総裁は訓示的な規定であり、厳密な運営が義務付けられているわけではないとして、金融政策決定会合の頻度を下げることは可能だとの見方を示した。改正後、同条は「政策委員会の議長(中略)は、法

令である。したがって政府による同施行令の変更が条件となった。

第2に、各回の金融政策決定会合における「主な意見」(Summary of Opinions)を、会合終了後1週間を目途に発表する。2015年まで日本銀行は各決定会合の「議事要旨」(minutes)を次の決定会合の後に公表していた。しかし、当時、議事要旨を次の金融政策会合<sup>101</sup>の後に公表していたのは、主要中央銀行(日本銀行、FRS、ECB、BoE)では日本銀行のみであり、市場と日本銀行の間の意思疎通の弊害となっていた。この弊害を、日本銀行は「主な意見」の早期発表という形で克服した。ただし議事要旨自体は2016年以降も次の決定会合の後に公表されている。それは議事要旨の発表時期が日本銀行法第20条つまり法律で規定されており、日本銀行や政府では変えることができないからである<sup>102</sup>。

第3に、「展望レポート」(経済物価情勢の展望)を年2回(4月、10月)から年4回(1月、4月、7月、10月)に増やす。日本銀行は2015年まで、4月と10月に展望レポート、1月と7月に展望レポートの「中間評価」という形で、合わせて年4回、実質GDPやコアCPIの政策委員の見通しを発表していた。そのため、展望レポートを年4回に増やしたこと自体は、市場にとって大きな変化というわけではない。

第4に、政策委員9名それぞれの実質GDP・コアCPI見通しとリスク評価を新たに公表する。日本銀行は2015年まで、政策委員の「大勢見通し」(9名の政策委員の見通しのうち最大値と最小値を1個ずつ除いたもの)の中央値とレンジ、および「全員見通し」のレンジを発表していた。2016年1月からは、「大勢見通し」に加えて、9名の全政策委員について、それぞれの委員の見通しとリスク評価を公表することとした。なお公表方法は無記名とされた。

以上のうち、特に1点目と2点目の変更は日本銀行のコミュニケーションの改善に資す

---

第十五条第一項 各号に掲げる事項(以下この条において「金融調節事項」という。)を議事とする会議を、年八回、相当な間隔をおいて招集することを常例としなければならない」とされた。日銀法施行令については e-Gov<<http://law.e-gov.go.jp/htmldata/H09/H09SE385.html>>(参照日:2018年3月5日)、2015年6月19日の総裁記者会見については日本銀行<[http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken\\_2015/kk1506d.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2015/kk1506d.pdf)>(参照日:2018年3月5日)を参照。

<sup>101</sup> 主要中央銀行の金融政策を決定する会合は、日本銀行であれば金融政策決定会合(MPM: Monetary Policy Meeting)、FRSであれば連邦公開市場委員会(FOMC: Federal Open Market Committee)、ECBであれば政策理事会(GC: Governing Council)、BoEであれば金融政策委員会(MPC: Monetary Policy Committee)である。

<sup>102</sup> 日本銀行法第20条は「議長は、金融調節事項を議事とする会議の終了後、速やかに、委員会の定めるところにより、当該会議の議事の概要を記載した書類を作成し、当該書類について金融調節事項を議事とする会議において委員会の承認を得て、これを公表しなければならない」としている。「委員会の承認を得て」という規定があるため、他の主要中央銀行のように議事要旨を次回決定会合の前に公表することはできない。日本銀行法については e-Gov<<http://law.e-gov.go.jp/htmldata/H09/H09HO089.html>>(参照日:2018年3月6日)を参照。

ると評価できる。日本銀行が上記4つの変更を決める前に、森田(2015a)も金融政策決定会合の頻度の引き下げと議事要旨の公表の早期化が必要であると主張していた<sup>103</sup>。2015年までの日本銀行は、サプライズの演出を何よりも重視しているかのような誤った印象を市場に与えていた。しかし、サプライズ依存型のコミュニケーションに傾斜すると、日本銀行の一挙手一投足に市場が一喜一憂し、かえって市場が不安定になるリスクがあった。こうしたリスクを避けるためには、金融政策決定会合の頻度を下げると同時に、何らかの形で決定会合の情報を次の会合の「前」に発表する必要があるというのが森田(2015a)の主張であった。日本銀行が2015年6月19日に決めた上記4つの変更、特に1点目と2点目はこの路線に沿った対応であったといえる。

### 第5節 量的・質的金融緩和の最終目標：「物価安定の目標」の実現

#### 5.1. 中央銀行による物価指数の選択

QQEの最終目標は、CPIの前年比上昇率2%と定義される「物価安定の目標」の実現にある。ところが、日本銀行法第2条は「日本銀行は(中略)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(以下、略)」とし、具体的な物価指数を一切、規定していない。CPIのほかに、企業物価指数(CGPI: corporate goods price index)、企業向けサービス価格指数(SPPI: services producer price index)、GDPデフレーターなど代表的な物価指数が複数あることを踏まえると(表2-5)、なぜCPIが金融政策の対象となっているかについての検討が求められる。

日本銀行に限らず主要な中央銀行は全て、(企業や政府ではなく)家計が直面する物価指数を政策運営上、重視している(表2-6)。例えば、ECBは総合HICP、BoEやSNBなどは総合CPIを重視している。ただしFRSは個人消費支出(PCE: personal consumption expenditures)の物価指数であるPCEデフレーターを重視している<sup>104</sup>。これは名目PCEを実質PCEで割ったインプリシット・デフレーター(implicit deflator)である。PCEデフレーターはCPIよりも消費行動の変化を反映しやすく、かつ、フィッシャー指数であるがゆえに、CPIが抱えるラスパイレス指数としての上方バイアスを一定程度回避できるという

<sup>103</sup> 森田(2015a)、4-5頁参照。

<sup>104</sup> FRSは2000年3月に議会に提出した半期報告書から、インフレ予測の対象物価指数をCPIからPCEデフレーターに移した。

利点がある<sup>105</sup>。ただし、PCEデフレータに相当する月次の物価指数は米国以外では作成されていない。

金融政策の最終目標が物価の安定であるとしても、それがどのような物価指数を対象とするべきかについて確定的な理論があるわけではない。そうした中、鶴飼・園田(2006)は主な考え方を3つ挙げている<sup>106</sup>。

表 2-5 日本の主な物価指数

名称	消費者物価指数	企業物価指数	企業向けサービス価格指数	GDPデフレータ
略称	CPI	CGPI	SPPI	
英語名	Consumer Price Index	Corporate Goods Price Index	Services Producer Price Index	GDP Deflator
作成機関	総務省	日本銀行	日本銀行	内閣府
作成周期	毎月	毎月	毎月	毎四半期
指数算式	固定基準 ラスパイレス指数	固定基準 ラスパイレス指数	固定基準 ラスパイレス指数	連鎖 パーシェ指数
概要	家計が購入する財やサービスの価格変動を測定。総務省『家計調査報告』において世帯の支出額が多い585品目(2015年基準)の財・サービス価格を調査。トレンドを捉える上で、生鮮食品を除く「コア」、酒類以外の食料とエネルギーを除く「コアコア」がしばしば参照される。	企業間で取引される財の価格変動を測定。サービスは調査対象としない。2000年の基準改定の際、「卸売物価指数」(WPI: wholesale price index)から名称変更された。国内企業物価指数(PPI: producer price index)のほか輸出物価指数や輸入物価指数も調査されている。調査品目は国内企業物価指数が746、輸出物価指数が209、輸入物価指数が258(いずれも2015年基準)。	企業間で取引されるサービスの価格変動を測定。財は調査対象ではない。基本分類指数と参考指数から構成される。基本分類指数は、企業間におけるサービス取引のうち国内取引を対象とする。147品目(2010年基準)から構成される。為替の影響を受けやすい「国際運輸」を除く総平均がしばしば参照される。	家計や企業など特定の経済主体に限らず幅広い経済活動の価格変動を捉える。名目GDPを実質GDPで除したインプリント・デフレータとして計算される。GDPにおいて輸入が控除項目であることから、輸入物価の上昇(下落)は、他の条件を一定とするとGDPデフレータの下落(上昇)要因となることには注意。

(出所) 総務省『消費者物価指数』、内閣府『国民経済計算』、日本銀行『企業物価指数』、同『企業向けサービス価格指数』より作成。

<sup>105</sup> 算出対象や計算方法などの差異から、PCEデフレータはCPIよりも変動幅が小さくなる傾向がある。主な差異として①CPIがラスパイレス指数であるのに対してPCEデフレータはフィッシャー指数(ラスパイレス指数とパーシェ指数の幾何平均)である(フォーミュラ効果)、②調査品目のウェイトが異なる(ウェイト効果)、③CPIが消費者の直接的な購入品目を調査対象とする一方、PCEデフレータは間接的な支出(雇用主が支払う社会保障費など)も含んでいる(スコープ効果)、④季節調整などその他要因、が挙げられる。詳細はFederal Reserve Bank of Cleveland <<https://www.clevelandfed.org/newsroom-and-events/publications/economic-trends/2014-economic-trends/et-20140417-pce-and-cpi-inflation-whats-the-difference.aspx>>(Accessed on March 19, 2018)を参照。

<sup>106</sup> 鶴飼・園田(2006)、8頁。

表 2-6 中央銀行が政策運営において重視する物価指数

中央銀行	日本銀行 (BoJ)	米国連邦 準備制度 (FRS)	欧州中央銀行 (ECB)	スイス 国民銀行 (SNB)
物価の 政策上の 位置付け	物価安定の目標 (Target)	長期的な インフレの 目的(Goal)	物価安定の 数値定義 (Definition)	
物価指数	総合CPI	総合PCEデフレーター	総合HICP	総合CPI
中央銀行	イングランド 銀行 (BoE)	オーストラリア 準備銀行 (RBA)	ニュージーランド 準備銀行 (RBNZ)	カナダ銀行 (BoC)
物価の 政策上の 位置付け	インフレ目標 (Target)			
物価指数	総合CPI			

(出所) 鶴飼・園田(2006)の図表11にその後の制度変更を加味して筆者作成。

第1に、全ての経済活動は最終的には家計に帰着するとした上で、家計が一定の効用(utility)を享受するために必要な消費支出がどれだけ変化したかという観点から、貨幣価値すなわち物価の安定を判断するという考え方である。この場合、物価の安定は家計の消費支出の対価を表わす物価指数で捉えることになるため、CPIや米国のようなPCEデフレーターが支持される。

第2に、金融政策が影響を及ぼす物価は通貨を使って取引する全ての価格を含むことから、中央銀行は幅広い取引を対象とする物価を安定させる必要があるという考え方である。この場合、最終需要だけでなく中間需要までカバーする物価指数を見ることが求められる。日本を例とすれば、CPIだけでなく、企業の間接需要もカバーするCGPIやSPPI、企業や家計だけでなく政府もカバーするGDPデフレーターも中央銀行は重視することになる。

第3に、金融政策が考慮すべき物価変動のコストとして、需給の変化に対して速やかに価格が調整しないことで資源配分が歪むことに着目する考え方が、2000年代に入って強まっている<sup>107</sup>。この考え方に立つ場合、硬直性が強い物価全体を安定させることが中央銀行

<sup>107</sup> 白川(2008)も、ニューケインジアン立場から同じような考え方が提起されていることを紹介

に求められ、その対象は取引段階を問わないことになる。確かに個々の品目で価格の硬直性は異なり、硬直性がより強い品目こそ資源配分が歪みやすいというのは説得力のある議論である。しかし、政策運営という実務的な視点に立った場合、硬直性に応じて重視すべき価格を取捨することは現実性を欠く。

以上の3つの考え方に理論的な優劣があるわけではない。しかし、多くの中央銀行がCPIなど家計が直面する物価指数を重視している現実を踏まえると、金融政策の実務においては第1の考え方が選択されているといえる。後に日本銀行総裁として先述の「物価安定の目標」を導入することとなった白川(2008)も、CPIが金融政策運営上の基本的な物価指数となる根拠として「第1に、金融政策の目的は物価の安定を実現し、これを通じて究極的には国民の厚生の上昇を図ることであることを考えると、物価安定の達成度を測る指数としては、国民(消費者)の生活に直接関係する消費者物価指数が最も自然である。第2に、消費者物価指数は国民からみて最もわかりやすい身近な物価指数である」<sup>108</sup>の2点を挙げている。これは、日本銀行が「物価安定の目標」をCPIで定義した根拠でもある。

### 5.2. CPIと需給ギャップの相関

「物価安定の目標」の実現に向けて、QQEが所期の効果を発揮しているかを判断する際、日本銀行は①予想インフレ率(フィリップス曲線の切片)、②需給ギャップ(フィリップス曲線の横軸)を特に重視している<sup>109</sup>。このことと、「物価の安定」をCPIで定義したことが両立するには、CPIが需給ギャップと高い相関を持つ必要がある。

需給ギャップは実際のGDPと潜在GDPの乖離であり、通常、潜在GDPに対する比率で示される。日本では内閣府がGDP統計(1次速報、2次速報)の発表後に、潜在成長率と需給ギャップの推計値を公表している。もとより潜在GDPには様々な推計誤差が含まれるため、内閣府の推計値も相当の幅を持って見る必要はあるものの、日本経済のマクロ的な需給バランスを把握する上で、需給ギャップは重要な指針となる。

なお、需給ギャップの推計には当然、GDPが必要となる。ところが、GDPの発表は1次速報でも当該四半期から1ヵ月半を要する。2次速報は1次速報からさらに1ヶ月を要

---

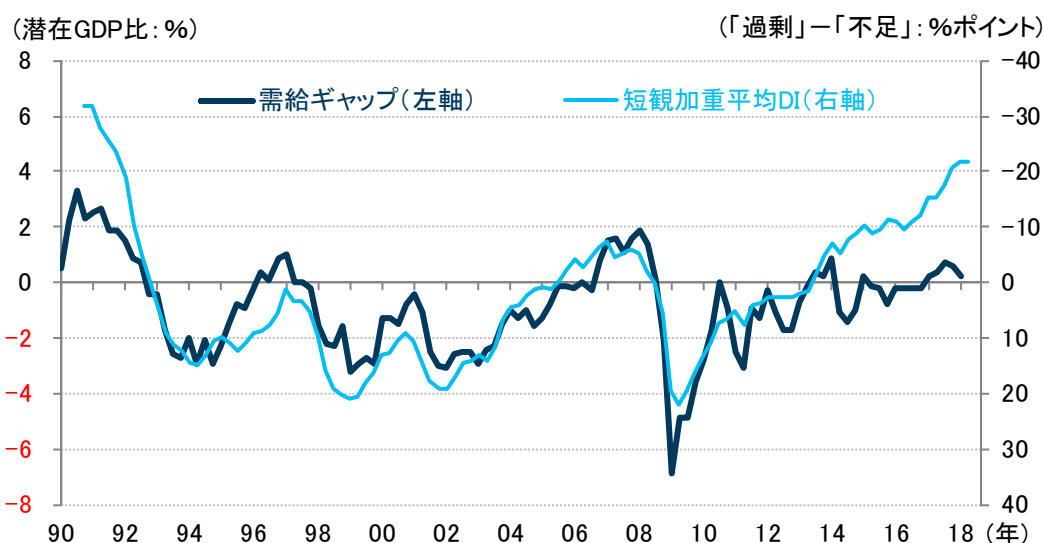
している。白川(2008)、65頁参照。

<sup>108</sup> 白川(2008)、65-66頁参照。

<sup>109</sup> 例えば、岩田前副総裁は2014年5月に行った「『量的・質的金融緩和』とわが国の金融経済情勢」という講演で、「予想インフレ率の引き上げと需給ギャップの改善の好循環によって2%の物価安定目標を実現する」としている。日本銀行<[http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2014/ko140526a.htm/](http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2014/ko140526a.htm/)>(参照日:2018年3月19日)。

する。これでは、本来、認知ラグや執行ラグの短さという点で財政政策に対する優位性を持つ金融政策の運営の障壁となりかねない<sup>110</sup>。そこで日本銀行は、速報性の高い短観(全国企業短期経済観測調査)の情報をを用いて、需給ギャップの代理変数を推計している。これは「短観加重平均DI」と呼ばれる。同DIは内閣府推計の需給ギャップと密接に連動する(図2-21)。そのため、需給ギャップをより早期に把握し、金融政策運営に生かす観点から、日本銀行はこのDIを重視している。

図 2-21 需給ギャップと短観加重平均DI



(注) 1. 需給ギャップ(%)=(実際のGDP-潜在GDP)/潜在GDP×100  
 2. 「短観加重平均DI」は、日銀短観の雇用人員判断DIと生産・営業用設備判断DIを内閣府『国民経済計算』に基づく労働分配率と資本分配率(1990~2013年度平均)で加重平均したもの。労働力や生産・営業用設備のマクロ的な過剰・不足度合いを表す。  
 (出所) 内閣府『国民経済計算』、同『GDPギャップ』、日本銀行『全国企業短期経済観測調査』より作成。

このようにして得られる需給ギャップに対してCPIは高い相関を持つ。例えば、内閣府が推計した需給ギャップに対するCPI前年比変化率の相関係数は0.62(1990年1~3月期から2017年10~12月期)と、PPI(国内企業物価指数、CGPIの一項目)やGDPデフレーターよりも高い(図2-22)。加えて、CPIは短観加重平均DIに対しても比較的高い相関を有する。ただし、需給ギャップと最も高い相関関係にある物価系列は、GDPの需要項目から内需のみを抽出した内需デフレーターである。しかし、同デフレーターは①四半期ごと

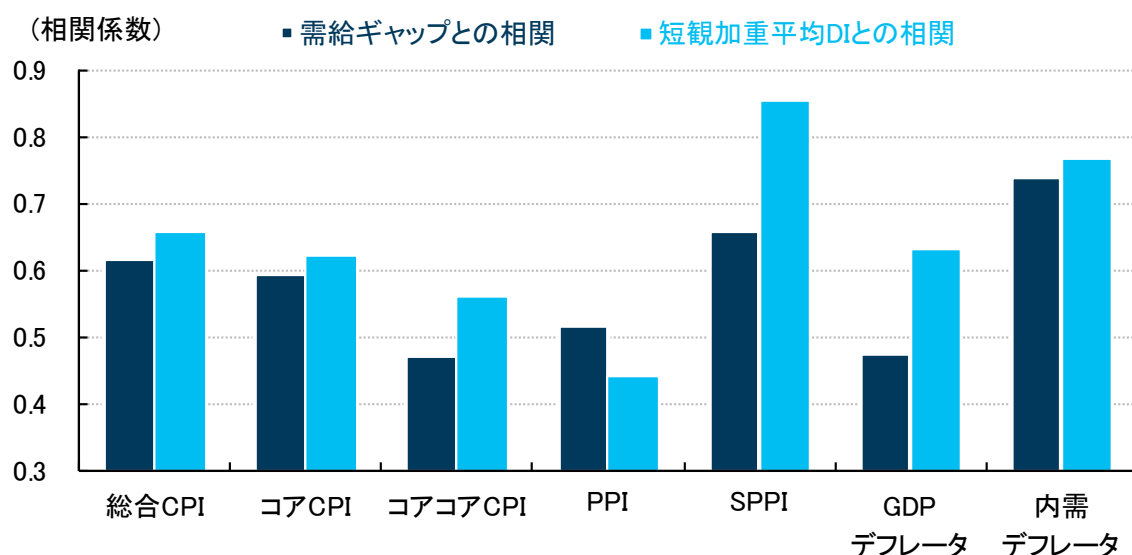
<sup>110</sup> 政府による予算案の作成や国会での審議に時間を要する財政政策は認知ラグや執行ラグが長くなりやすい。ただし、効果ラグは金融政策よりも財政政策の方が短いとされる。



にしか発表されない、②速報性を欠く、③データの改定頻度が高くしかもその改定幅が時に大きい、などの要因から、フォワード・ルッキングな金融政策運営において内需デフレーターは頑健なインプット変数として扱いにくい<sup>111</sup>。

このようにCPIは需給ギャップと高い相関を持ち、かつ公表頻度が月次と高いことを踏まえると、日本銀行が①「物価安定の目標」をCPIで定義したこと、②「物価安定の目標」の実現に向けてQQEが機能しているかの判断材料の一つに需給ギャップを掲げたこと、の2点について妥当性を認めることができる。

図 2-22 需給ギャップと物価指数の相関



- (注) 1. 1990年1～3月期から2017年10～12月期の各物価指数の前年比変化率(消費税を除く)と需給ギャップ(内閣府推計)、短観加重平均DIそれぞれとの相関。  
 2. 短観加重平均DIについては図2-21の注2を参照。  
 3. CPIは消費者物価指数、コアCPIは生鮮食品を除くCPI、コアコアCPIは生鮮食品およびエネルギーを除くCPI、PPIは国内企業物価指数、SPPIは国際運輸を除く企業向けサービス価格指数。

(出所) 総務省『消費者物価指数』、内閣府『国民経済計算』、同『GDPギャップ』、日本銀行『生産者物価指数』、同『企業向けサービス価格指数』、同『全国企業短期経済観測調査』より作成。

### 5.3. 「物価安定の目標」への道のり

「物価安定の目標」への道のりを把握するには、CPIと需給ギャップの関係を定量化する必要がある。第 $t$ 期(四半期データ)のCPI前年比変化率を $\pi_t$ 、需給ギャップを $Y_{gap,t}$ と

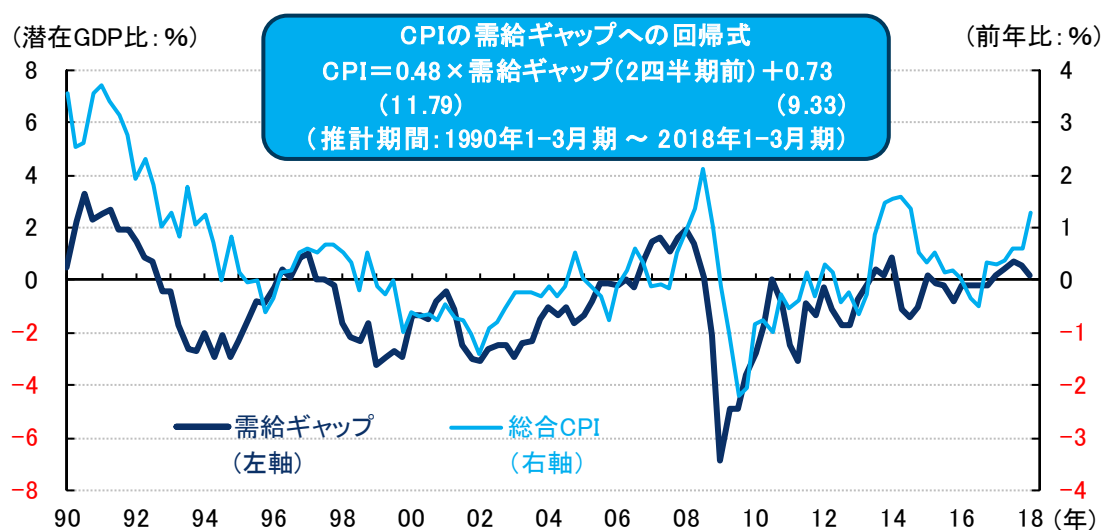
<sup>111</sup> SPPIも需給ギャップに対して高い相関を持つが、企業間のサービス取引しか反映せず、財・サービス両方を含むCPIと比べるとカバレッジが小さいところが難点である。

すると、1990年1~3月期から2018年1~3月期において

$$\pi_t = 0.48 Y_{gap,t-2} + 0.73 \dots (2-9)$$

という回帰式が得られる(図2-23)。これは前出のフィリップス曲線である式(2-8)に相当する。すなわち式(2-9)は傾き0.48、切片0.73のフィリップス曲線である。

図2-23 CPIの需給ギャップへの回帰



(注) 1. 需給ギャップ(%)=(実績 GDP-潜在 GDP)/潜在 GDP×100  
 2. 推計係数下の( )内はt値。自由度調整済み決定係数は0.55。  
 (出所) 総務省『消費者物価指数』、内閣府『GDPギャップ』より作成。

先述したとおり、日本銀行は、QQE が所期の効果を発揮しているかを判断する上で、需給ギャップ(フィリップス曲線の横軸)と予想インフレ率(フィリップス曲線の切片)を重視している。つまり、日本銀行は式(2-9)において、① $Y_{gap,t}$ がどのように推移するか、②定数項すなわち切片がどの程度上昇するか、を見ていることになる。

このうち切片については、本章第4節で見たように、上昇するにはまだ時間を要する。仮に切片が0.73で一定とすると、CPIが前年比+2%となるには、需給ギャップは潜在GDP比+2.6%まで上がる必要がある。+2.6%というプラスの需給ギャップは日本経済がバブルのピークを迎えつつあった1990年代初頭以降、実現したことはない。逆にいえば、式(2-9)の定数項、すなわち予想インフレ率の上昇なしに、CPI前年比+2%という「物価安定の目標」が持続的に実現するとは考えにくい。

#### 5.4. 「量」から「金利」への回帰

QQEによって市場にサプライズを与えた日本銀行であるが、それ単独では「総合CPI前年比上昇率2%」と定義される「物価安定の目標」を実現させるには至らなかった。とりわけ、予想インフレ率すなわちフィリップス曲線の切片を押し上げることができていない点は、QQEの効果として注目された期待の転換が十分進んでいないことを物語る。

そこで、日本銀行は2016年1月マイナス金利付き量的・質的金融緩和(QQE with a negative interest rate)の導入を決定し、2月に適用した<sup>112</sup>。これは2013年4月に導入したQQEに対して、新たにマイナス金利を付加した策である。具体的には、日本銀行当座預金をプラス金利(現行年+0.1%)が適用される「基礎残高」(basic balance)、ゼロ金利が適用される「マクロ加算残高」(macro add-on balance)、マイナス金利(現行年-0.1%)が適用される「政策金利残高」(policy-rate balance)という3段階の階層構造に分割する。つまり、マイナス金利が適用されるのはあくまで日本銀行当座預金の一部である。実際、2018年3月分の積み期間(3月16日~4月15日)の平均残高に基づくと、日本銀行に預けられている当座預金359兆円のうち、マイナス金利が適用される政策金利残高は28兆円と、同預金残高全体の8%程度にとどまる(図2-24)。

それでもこのマイナス金利は、他の短期金利に対して限界的に押し下げ圧力をかける。さらにはこの限界的な作用が、マイナス金利の長期継続予想による予想短期金利の一段の引き下げ、および多額の国債買入れオペの継続によるターム・プレミアムの圧縮と重なることで、長期金利も押し下げ、イールドカーブをブル・フラット化させることになる。黒田総裁も本策を導入した後の米コロンビア大学での講演で「近代の中央銀行の歴史上、最強の金融緩和スキーム」と自賛した<sup>113</sup>。

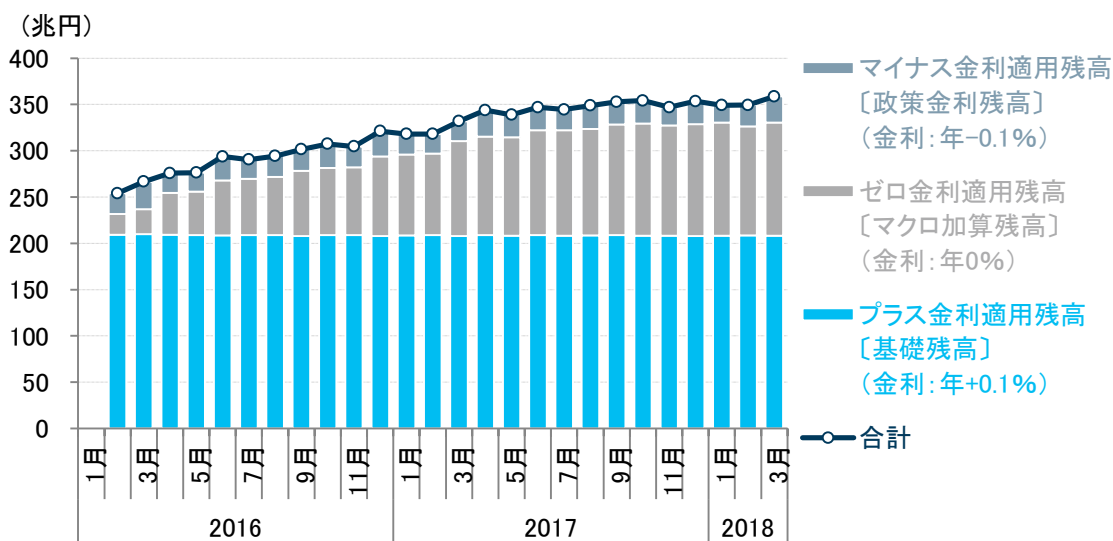
ところが、マイナス金利を導入したにも関わらず円の減価は見られず、円安を通じた予想インフレ率の押し上げには至らなかった。さらには、マイナス金利の導入によって、銀行など金融機関の収益が圧迫されることへの懸念が強まった。これは銀行などのリスク許容力をそぐことで、かえって金融政策の波及経路を狭める、という見方にもつながった。

---

<sup>112</sup> マイナス金利付き量的・質的金融緩和の「マイナス金利」の英訳を、日本銀行は「negative interest rates」という複数形ではなく「a negative interest rate」と単数形にしている。ここに、日本銀行が政策的にマイナスに誘導したい対象はあくまで政策金利であり、その他の市場金利をマイナスに誘導する意図はないという政策姿勢を見て取れる。しかし本文でも述べるように、その後、10年国債金利など長期金利もマイナスとなったことで、銀行など金融機関の収益が圧迫され、かえってマイナス金利付き量的・質的金融緩和は金融政策の波及経路を狭めるとの批判につながった。

<sup>113</sup> 黒田(2016)参照。

図 2-24 マイナス金利導入後の日銀当座預金残高

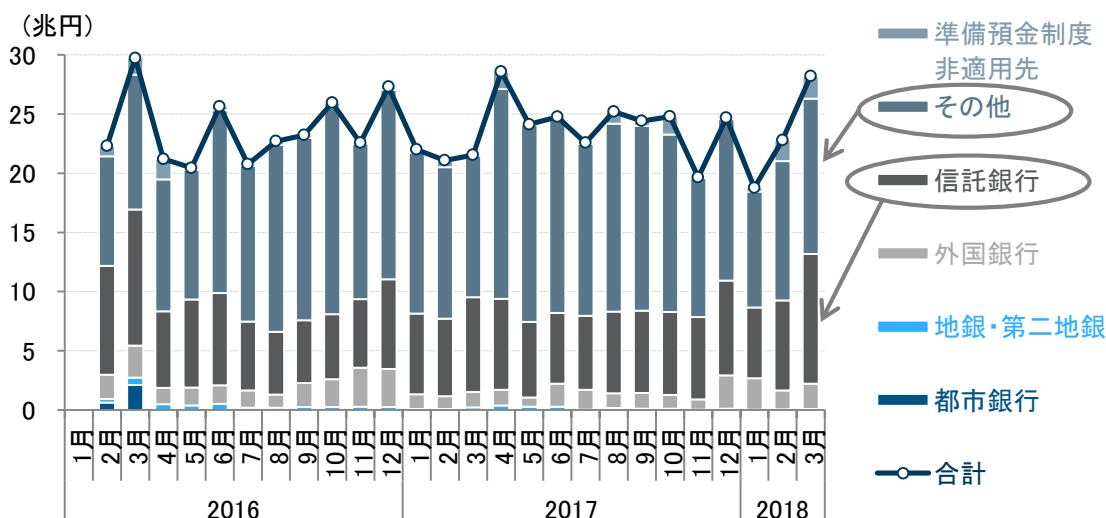


(注) 1. X月分のデータは積み期間(X月16日~X+1月15日)の平均残高。  
 2. マイナス金利の適用が始まったのは2016年2月分の積み期間。  
 (出所) 日本銀行『業態別の日銀当座預金残高』より作成。

ただし、上述したように日銀当座預金のうち実際にマイナス金利が適用される残高(政策金利残高)は8%程度(2018年3月分積み期間)とかなり小さい。しかも、都市銀行、地方銀行、第二地銀などの銀行は、そもそも政策金利残高をほとんど保有していない(図2-25)。それに関わらず、なぜマイナス金利の導入が銀行の収益を圧迫するという議論につながったのであろうか。それは、上述した通り、マイナス金利の適用残高自体が小さくとも、マイナス金利が限界的な作用を持つ中、長期金利も抑えられたことによる。実際、10年国債利回りもマイナスになった。つまり、政策金利をマイナスにしたこと自体ではなく、それに付随する長期金利の抑制つまりイールドカーブの過度なブル・フラット化こそが銀行収益に下押し圧力をかけた。さらに、そのようなブル・フラット化は生保・年金の運用環境の悪化、企業の退職給付債務の現在価値の押し上げなど、多方面で懸念を呼び起こした。

こうした中、日本銀行は早くも政策の修正を余儀なくされた。マイナス金利導入から1年も経たない2016年9月21日、日本銀行は長短金利操作付き量的・質的金融緩和(QQE with yield curve control)を導入し、長期金利の過度な低下ないしイールドカーブの過度なブル・フラット化を避ける姿勢を明確にした。政策金利など短期金利のみでなく、一般に中央銀行にはコントロールできないとされてきた長期金利にもターゲットを課したとこ

図 2-25 マイナス金利適用残高(政策金利残高)の保有者構成



(注) 1. X月分のデータは積み期間(X月16日~X+1月15日)の平均残高。  
 2. マイナス金利の適用が始まったのは2016年2月分の積み期間。  
 3. 「その他」には信用金庫、ゆうちょ銀行、農林中金などが含まれる。  
 4. 「準備預金制度非適用先」には証券会社などが含まれる。  
 (出所) 日本銀行『業態別の日銀当座預金残高』より作成。

るに同策の大きな特徴がある。

なお中央銀行が長期金利をコントロールした歴史上のケースとして、主なものを2つ挙げる事ができる。第1に、第2次世界大戦中・後の米国である。同時期、米国財務省は2.5%の金利上限の下で長期国債を発行し、FRSが国債買入れオペなどを通じてこの長期金利の上限を維持していた<sup>114</sup>。第2に、1930年代の日本である。1931年12月に金輸出再禁止(金本位制度の停止)を断行した高橋是清蔵相(当時)は1932年7月、「国債の価額計算に関する法律」を公布・施行した。同法によって、国債の簿価は大蔵大臣(現財務大臣)が定める標準発行価格によるものと定めた。これは国債の時価評価の停止である。その上で同年11月、日本銀行による長期国債の引き受けが始まった<sup>115</sup>。金本位制の停止により円が減価する中でも、同法による時価評価の停止と日本銀行による引き受けの合わせ技によって、長期金利(国債価格)の安定を図った。当時、長期金利について明示的な

<sup>114</sup> 短期金利については、FRSは3カ月物TBを0.375%の指値で買い入れることとしていた。ただし、3カ月物TBの買入れ金利は1948年にかけて引き上げられ、短期金利に関する上限は早い段階で事実上、撤廃された。これに対して、長期金利の上限は1951年3月のいわゆる「アコード」(Treasury-Federal Reserve Accord)の成立まで続けられた。なおアコードについては第3章のむすびで再度、取り上げる。

<sup>115</sup> 日本銀行百年史編纂委員会(1984)は、この長期国債の引き受けについて「本行の長い歴史の中でも、もっとも遺憾な事柄であったといえよう」と評価している。日本銀行百年史編纂委員会(1984)、26頁参照。

数値ターゲットが存在したわけではないが、これも政策による長期金利コントロールの一形態と位置付けられよう。ただし、これら2例はいずれも長期金利の上昇の抑制を企図したものであった。それに対して、2016年9月に日本銀行が導入した長短金利操作付き量的・質的金融緩和では長期金利の過度な低下の回避に主眼が置かれており、その意味で過去に例を見ない政策といえる。

より大きな政策の流れを見たとき、長短金利操作付き量的・質的金融緩和には長期金利のコントロールという技術的な側面にとどまらない重要な含意がある。それは①金融政策の操作目標をマネタリーベース(量)からイールドカーブ(金利)に戻した、②コミットメントを「2年程度の期間を目途としてできるだけ早期にCPI前年比2%」というカレンダーに基づく(calendar-based)ものから「コアCPI(生鮮食品を除く総合CPI)の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまでマネタリーベースを増やす」という状態依存型(state-dependent)に移した、の2点である。

同時にこれらは、①日本銀行がサプライズも厭わない量的緩和の強化から、金利操作による政策の持続性の向上へと軸足を移した、②マネタリーベースが少しでも増えてさえいれば、CPI前年比上昇率2%が実現する前であっても金利を引き上げることが制度上、可能となった、ということも意味する。この点を踏まえると、長短金利操作付き量的・質的金融緩和は緩和策の強化というよりも、緩和策の柔軟化と位置付ける方が妥当といえる。

### むすび

本章は、非伝統的金融政策の展開過程を描き、同策の効果を評価する上でのフレームワークを示すことを目的とした。本章は以下の4点を明らかにした。

第1に、非伝統的金融政策の5つの類型を挙げ、それらに共通する要素として「期待」の位置づけの大きさを明らかにした。同時に、非伝統的金融政策は、この期待を、操作目標、中間目標、最終目標からなる2段階アプローチの中間目標に位置付けることで、統一的に描くことができることも示した。それによって、非伝統的金融政策の個別策の技術的差異にとらわれることなく、非伝統的金融政策の目標達成度合いを評価することができる。

第2に、非伝統的金融政策の中間目標となる期待を、フィリップス曲線の切片によって、数量的にとらえられることを明らかにした。もとより期待は観察不能な概念であるため、厳密な数値化はできない。しかし、フィリップス曲線の切片が、経済主体が予想するイン

フレ率の代理変数となることを、理論的に明らかにした。

第3に、日本銀行のQQEに求められた効果を「資産価格効果」、「ポートフォリオ・リバランス効果」、「期待転換効果」の3つに分類した上で、このうち期待転換効果の出現が最も遅れていることを、実際に期待を織り込んだフィリップス曲線を導くことで明らかにした。

第4に、①米国やユーロ圏と比べると日本のフィリップス曲線の切片が低いこと、②日本の切片の低さがアベノミクス前後でほとんど変わっていないことを明らかにした。今後、潜在成長率(≒自然利子率)が長期にわたって低迷したとき、予想インフレ率が低位にある国ほど、短期金利の操作を軸とする伝統的金融政策への回帰が難しくなる。なぜならば、予想インフレ率が低位に抑えられている下では、実質金利(=名目金利-予想インフレ率)を自然利子率より低く抑えることが難しくなるからである。自然利子率の低迷が常態化したとき、伝統的金融政策への回帰のハードルが最も高いのは、フィリップス曲線の切片が最も低い日本である可能性を示した。

期待に働きかける政策の限界的な効果が弱まる中、日本銀行は、2016年9月、長短金利操作付き量的・質的金融緩和に移行した。これを機に、日本銀行は操作目標をイールドカーブすなわち名目長短金利に移行した。CPIが今後、一定のペースで上昇し始めれば、長短金利操作の下で名目金利を一定水準に維持する限り、実質金利は下がる。この場合、CPIの上昇率が高まるにつれて、実質的には金融が一段と緩和されるという政策上の矛盾が生じる。このような矛盾を避けるには、CPIが上昇する局面では、緩やかに名目長期金利を引き上げることが想定される<sup>116</sup>。この意味で、長短金利操作付き量的・質的金融緩和は緩和策の強化ではなく、緩和策の柔軟化と位置付けられる。

つまり長短金利操作付き量的・質的金融緩和の導入によって、長期金利が政策的に引き上げられる局面が、それ以前と比べて想定しやすくなった。だからこそ、金利が上昇する局面で、QQEあるいは日本銀行がどのような課題に直面するかを検証することの重要性が増す。これこそが第3章の課題である。

---

<sup>116</sup> 実際、長短金利操作付き量的・質的金融緩和において、日本銀行はコアCPI(生鮮食品を除くCPI)の「前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの残高の拡大方針を継続する」という量的なコミットメントを採用する一方、名目金利についてはコミットメントを導入していない。したがって、CPI前年比2%が実現する前でも、名目金利を引き上げるとは政策設計上、可能である。

### 第3章 「量的・質的金融緩和」(QQE)の出口戦略とリスク

#### はじめに

ゼロ金利から離脱 (liftoff) した後の経済では、金利が介在する形で実体経済と金融が徐々に結びつくことになる。このような移行過程を、本論文では非伝統的金融政策の「出口」と定義している<sup>1</sup>。

出口をこのように定義した場合、現行の量的・質的金融緩和すなわち QQE (2016年9月以降は長短金利操作付き QQE) がいつ、どのような形で出口に向かうか、現時点で確度の高い見通しを示すことは難しい<sup>2</sup>。しかし、QQE には、緩和期では表面化しないものの、出口では大きな問題として浮上しうる論点が内在する。とりわけ重要な論点として①日本銀行の財務の健全性 (ソルベンシー)、②金融政策と国債管理政策の可分性、の2点が挙げられる。日本銀行の QQE に限らず、非伝統的金融政策は程度の差こそあれ、これら2点を出口における潜在的な課題として抱えている。そのような問題が緩和期ではなく出口で表面化しやすいという意味において、緩和期と出口は非対称の関係にある。この非対称性を踏まえると、出口に触れないで非伝統的金融政策を論じたことにはならない。

国債市場参加者も、QQE の出口について漠とした不安と緊張を感じている。QQE の下、膨大な額の国債買入れオペが実施されているため、出口は国債市場の流動性が下がった状態から始まる<sup>3</sup>。そのため、出口において金利ないしイールドカーブにどのようなショックが生じるかを見極めようと市場参加者は身構えている。日本銀行が長短金利操作付き QQE に移行したことで、政策運営上、金利 (特に長期金利) の引き上げが従来よりも想

<sup>1</sup> 序章注6参照。

<sup>2</sup> 出口については、資産買入れ額の縮小 (tapering) を含めて定義することも可能であろう。しかし、本章では、日本銀行の財務の健全性や、金融政策と国債管理政策との可分性に焦点を当てるため、ゼロ金利からの離脱以降の金融政策を出口と定義する。なお、資産買入れ額の縮小に類似する現象として札割れ (undersubscription) が挙げられる。これは、銀行などが保有する国債のうち売却可能な分が少なくなる中、日本銀行の国債買入れに対する応札が減り、意図した金額の国債買入れオペを日本銀行が実行できない状況を指す。この意味で札割れは「意図せざる資産買入れ額の縮小」(unintended tapering) と呼ぶこともできる。

<sup>3</sup> 黒崎・熊野・岡部・長野 (2015) は、国債市場の流動性について「先物市場のビッド・アスク・スプレッドや値幅・出来高比率といった伝統的な指標をみる限りはでは、2014年10月の量的・質的金融緩和の拡大以降も、国債市場の流動性は目立って低下していない」、「しかしながら、先物市場におけるいわゆる『板』の厚みや1回の取引が市場価格に及ぼす影響、現物国債市場における証券会社の提示レートのばらつき、SCレポ市場における国債の『賃借料』など、本稿が新たに取り上げる諸指標は、2014年秋以降、国債市場の流動性が低下していることを示唆している」としている。黒崎・熊野・岡部・長野 (2015)、2頁参照。



定しやすくなったことも、金利上昇に対する警戒と緊張を強いる一因となる。

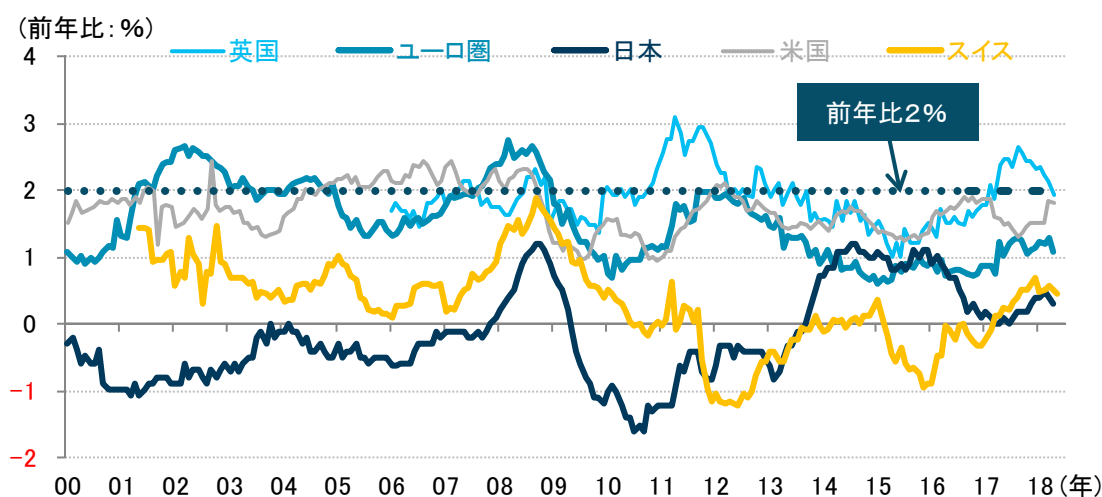
そこで本章では QQE の出口戦略およびリスクを考察する。具体的には、コミットメントと動学的非整合性、出口戦略の選択肢と各選択肢の課題、日本銀行の財務の健全性と損失補償、金融政策と国債管理政策の溶融が主たる論点となる。

## 第1節 出口戦略の選択肢

### 1.1. コミットメントと動学的非整合性

2013年4月にQQEを導入するに当たって、日本銀行は総合CPI前年比2%という「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いてできるだけ早期に実現することにコミットした。日本銀行だけではない。物価安定を目標(target)、目途(goal)、定義(definition)のどれに位置づけるかの違いはあっても、日本銀行、FRS、ECB、BoE、SNBは全てCPI(ただし米国はPCEデフレーター、ECBはHICP)の前年比2%あるいはそれに近い速度での上昇を、物価の安定と認識している。しかし、日本銀行を含めて、主要中央銀行はそのような物価の安定を持続的に実現するには至っていない(図3-1)。

図 3-1 主要国・地域のコア CPI



(注) 日本は生鮮食品およびエネルギーを除く総合CPI、米国は食料およびエネルギーを除くPCEデフレーター、ユーロ圏は未加工食品およびエネルギーを除く19か国ベースのHICP、英国はエネルギー・食品・酒・タバコを除くCPI、スイスは生鮮・季節性商品およびエネルギーを除くCPI。

(出所) 総務省『消費者物価指数』、U.S. Department of Labor, Eurostat, U.K. Office for National Statistics, Swiss Federal Statistical Office より作成。

こうした中、日本銀行が今後、CPI 前年比 2%にどの程度、強くコミットするかについて、市場では意見の差異が見られ始めている。第1の見方は、CPI 前年比 2%という「物価安定の目標」は政府と日本銀行の共同声明にも記されていることから<sup>4</sup>、日本銀行が「2%」というターゲットを変えることはない、というものである。この場合、総合 CPI が前年比 2%を安定的に実現するまで日本銀行が出口に向かうことはない、ということになる。

第2の見方は、現に CPI の上昇率が前年比 2%を下回る国が多い中、日本銀行も最終的には「2%」にレンジをつける（例えば 2%±1%）などターゲットのソフト化に向かうはずだ、というものである。この場合、総合 CPI が前年比 2%に至らない段階でも出口が現実味を帯びる。現に FRS は、PCE デフレーターが長期的な目途（goal）である前年比 2%で安定的に上がる状態に至ってはいない中でも、緩やかなペースでの利上げ局面に移行している。

こうした日本銀行のコミットメントの強弱に対する見方の差異は、出口のタイミング自体を見通しにくくさせる。

中央銀行のコミットメントあるいはフォワード・ガイダンスについて、Campbell, Evans, Fisher and Justiniano (2012) は「デルフィ的」(Delphic)、「オデッセイ的」(Odyssean) という二分法を展開している<sup>5</sup>。ここでは、この二分法を紹介した翁 (2013a) に基づいて、両者の概念を整理する<sup>6</sup>。

第1のデルフィ的なフォワード・ガイダンスとは、中央銀行の予測や見通しであって、強いコミットメントではない。この名称はギリシャ中部にあるデルフィのアポロン神殿の神託（神の予言）に由来する。古代ギリシャでは、神殿の巫女の口を借りて伝えられる神託が尊ばれ、この神託が重要な決定を左右した。中央銀行のフォワード・ガイダンスがデルフィ的であるということは、それが神託すなわち予想に近いものであり、経済情勢次第では変わりうることを意味する。

2つ目のオデッセイ的なフォワード・ガイダンスとは、中央銀行の手足を縛る強いコミットメントを指す。ホメロスの叙事詩オデュッセイアの主人公であるオデュッセウスは、故郷に帰る航海の途中、魔女セイレーンが住む島に差し掛かる。セイレーンの美しい歌声は船乗りを魅惑し、惑溺した彼らは遭難するとされていた。そこでオデュッセウスは、歌

---

<sup>4</sup> 日本銀行<[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2013/k130122c.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130122c.pdf)>（参照日：2018年3月19日）。

<sup>5</sup> Campbell, Evans, Fisher and Justiniano (2012), pp.2-4 参照。

<sup>6</sup> 翁 (2013a)、31-34 頁参照。

声に惑わされないように、彼を船のマストに縛りつけ、決して縄を解かないよう船員に指示した。ここからオデッセイ的なフォワード・ガイダンスとは、中央銀行が自らを縛り付ける強いコミットメントを指す。

このような二分法に基づいた場合、QQEにおける「物価安定の目標」に対するコミットメントはデルフィ的、オデッセイ的のどちらに当たるだろうか。日本銀行は「物価安定の目標」に強くコミットすることで、経済主体のデフレ・マインドの払拭を図っている。これはQQEの第3の波及経路である期待転換効果に当たる。そのためには日本銀行のコミットメントはオデッセイ的であると受け止められる必要がある。これは先の第1の見方に相当する。

ところが上述したように、現に多くの国でCPI前年比2%上昇は実現していない。そうした中、何が何でもCPIを前年比2%で上げようとするれば、金融緩和の度合いあるいは期間が行き過ぎる可能性がある。その状態から金融政策が出口に舵を切ると、市場や実体経済の振幅が大きくなるリスクが高まる。これでは、日本銀行法第2条に規定される「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」という金融政策の理念との整合性が失われる。加えて、後述するように、出口では日本銀行の財務の健全性が低下し、国民負担による日本銀行の損失補償の可能性も排除できない。このような状況を避けようとするれば、CPI前年比2%に対する日本銀行のコミットメントが事後的にはデルフィ的となる可能性もある。

つまりQQEにおける「物価安定の目標」に対するコミットメントは政策効果を高めるためにも、事前にはオデッセイ的であることが求められる一方、事後にはデルフィ的となる可能性がある。

これはKydland and Prescott (1977)が理論的に解明した「動学的非整合性」(dynamic inconsistency)あるいは「時間非整合性」(time inconsistency)の問題に直結する。動学的非整合性とは、事前に最適であった政策が事後的には最適ではなくなり、事前の政策決定が事後的に覆される現象を指す。しかも、事後的に最適ではなくなることが経済主体の期待形成に組み込まれると、事前に意図されていた政策効果自体が削がれるという側面も有する<sup>7</sup>。

<sup>7</sup> 動学的非整合性の例は経済政策以外にも数多くある。例えばFischer (1980)は期末試験を巡る教授と生徒の関係を挙げている。教授は当然、生徒に授業内容を理解してもらうことを目的としている。実際に生徒が理解したかを確認するため、その教授は期末試験を行うことにしていた。ところが、日ごろの授業を通じて生徒が十分理解していることが確認できた。しかも期末試験を行

QQE との関連で言えば、CPI が例えば前年比 1~1.5%で上昇する局面で、更なるインフレを求める声が経済主体から強く上がるとは考えにくい。出口策が安定的に進む環境を確保しようとするれば、むしろ年率 1~1.5%程度のインフレ率でも十分と考える向きが増え、もおかしくない。この場合、CPI 前年比 2%上昇に対するコミットメントはデルフィ的といえる。しかしこうした期待形成が浸透してしまうと、CPI 前年比 2%という本来の「物価安定の目標」の実現自体が遠ざかりかねない。したがって、日本銀行のコミットメントは強いと、事前には信用してもらう必要がある。その場合、CPI 前年比 2%上昇に対するコミットメントはオデッセイ的でなくてはならない。デルフィ的、オデッセイ的を巡る動学的非整合性は、QQE が進行するほど具体的な課題として重要性を増す。出口のタイミングを見通すことが難しい理由もこの動学的非整合性にある。

#### 1.2. 出口戦略の5つの選択肢

出口のタイミングを見通すことは難しいとしても、いずれ出口は不可避となる。この点を踏まえれば、出口戦略として実際にとりうる具体策を検討しておくことの意義は大きいであろう。

出口戦略の具体策は緩和策として採用された政策ツールから独立ではない。したがって、非伝統的金融政策の中身が異なれば、中央銀行間で出口策も自ずと異なる。日本銀行のQQE の場合、想定される代表的な出口策としては、①超過準備の付利の引き上げ、②自己宛て有利子手形の売出オペ、③保有長期国債の償還(再投資の停止)、④保有長期国債の売りオペ、⑤法定準備率の大幅な引き上げ、の5つが挙げられる。

それぞれについて、日本銀行のバランスシート、マネタリーベース、日本銀行の利払い負担、日本銀行の利子収入、国債市場への負荷、金融機関への影響、出口策としての現実性という観点から考察しよう。なお、要点については表 3-1 にまとめている。

---

例えば、教授は採点のために時間を割かなくてはならない。そこで教授は試験当日に突如、期末試験を行わないことにした。採点のための時間を他の目的に使うことができるため、これは教授にとって最適な選択であった。ところが、これをきっかけに翌学年以降の生徒が、教授は実際には期末試験を行わないだろうという予想に基づいて行動をとり始めるとどうなるだろうか。恐らく多くの生徒は勉強しなくなり、結果的に授業内容の理解が進まないであろう。期末試験を行わないことが事前に最適な選択であったとしても、事後的には最適性が失われるという動学的非整合性を見て取れる。

表 3-1 QQEからの5つの出口策

	(1) 超過準備の付利の引き上げ	(2) 自己宛ての有利子手形の売出オペ	(3) 保有長期国債の償還(再投資の停止)	(4) 保有長期国債の売りオペ	(5) 法定準備率の大幅な引き上げ
出口の種類	利上げ (短期金利の引き上げ)	利上げ (短期金利の引き上げ)	「受け身」の出口策 (残存年限に依存)	量的引き締め (日銀当座預金の圧縮)	信用創造の抑制 (事実上の金融機関課税)
日本銀行のバランスシート	不変	不変	縮小 (保有国債残高が減少)	縮小	準備率の引き上げ 幅次第
マネタリーベース	不変	減少 (日本銀行の負債が当座預金から手形にシフト)	減少 (償還のうち現金償還は政府預金の減少を伴うがマネタリーベースは不変。しかし借換債の発行によって当座預金が減るためマネタリーベースは減少)	減少 (日銀当座預金が減少)	不変 (超過準備が法定準備にシフト)
日本銀行の利払い負担	増加 (負債利回りの上昇)	増加 (負債利回りの上昇)	減少 (償還財源となる政府当座預金【注】は付利されないが、借換債発行によって有利子の超過準備が減る)	減少 (有利子の超過準備が減少)	減少 (有利子の超過準備が無利子の法定準備にシフト)
日本銀行の利子収入	不変	不変	減少 (国債保有残高が減少)	減少 (国債保有残高が減少)	不変
国債市場への負荷	比較的小さい	比較的小さい	比較的小さい	大きい (長期金利の急騰リスク)	準備率の引き上げ 幅次第
金融機関への影響	利子収入の増加	利子収入の増加	小さい	長期金利の上昇による保有国債の含み損リスク	事実上の課税 (無利子の法定準備の強制的な保有)
現実性	高い	高い	高い	低い	低い

(注) 政府預金には①国と民間との間の国庫金の受払を一元的に行う政府当座預金、②国庫金として納付された代用納付証券(小切手や無記名式の国債証券の利札など)や受払を行った貨幣(硬貨)などを計理する別口預金、③国(財務大臣)が運用方針や利子などについて特定の条件を指定する国内指定預金の3つがある。このうち政府当座預金と別口預金は付利されないが、国内指定預金は日本銀行によって付利される有利子預金である。

(出所) 森田(2016a)の表1に一部加筆して筆者作成。

### (1) 超過準備の付利の引き上げ

超過準備の付利の引き上げを理解するには、「コリドー」(corridor)という概念を把握しなくてはならない。

超過準備への付利(IOER)は、日本銀行が2008年10月31日に導入した「補完当座

預金制度」(complementary deposit facility)に基づく<sup>8</sup>。同制度により、日本銀行は超過準備に対して年0.1%の付利を行っている<sup>9</sup>。なお、現行の長短金利操作付き量的・質的金融緩和の下では、日本銀行当座預金全体ではなく、その6割程度に当たる基礎残高に対して年0.1%の付利がなされている(前出図2-24)。

また、補完当座預金制度とは別に、日本銀行は2001年2月9日、「補完貸付制度(ロンバート型貸出制度)」(complementary lending facility, 'Lombard-type' lending facility)を新設した。同制度の下、差し入れられている担保価額の範囲内で、日本銀行は取引先金融機関に対して受動的に相対貸付を行う<sup>10</sup>。この制度に適用される金利は「基準割引率および基準貸付利率」(basic discount rate and basic loan rate)と呼ばれ、2008年12月19日以降、年0.3%とされている<sup>11</sup>。担保価額内という制約はあるが、日本銀行が受動的に貸し付けるため、これより高い金利でコール市場などから資金を調達するインセンティブを金融機関は持たなくなる。つまり基準貸付利率は短期金利の上限として機能する。

<sup>8</sup> 同制度が対象とする超過準備とは、準備預金制度に基づく法定準備預金額を超える日本銀行当座預金を指す。なお法定準備は付利されない。日本銀行<[https://www.boj.or.jp/mopo/measures/mkt\\_ope/oth\\_a/](https://www.boj.or.jp/mopo/measures/mkt_ope/oth_a/)>(参照日:2018年3月19日)を参照。

<sup>9</sup> 本制度の適用利率すなわち付利(IOER)は、日本銀行が金融市場調節方針において誘導目標として定める無担保コールレート(オーバーナイト物)の水準から日本銀行が別に定める数値を差し引いた利率とすることを原則としていた。しかし2010年10月5日の金融政策決定会合で包括的な金融緩和が導入され、無担保コールレート(オーバーナイト物)の誘導水準が0~0.1%とされたことを受けて、付利は年0.1%とされた。2016年1月29日に導入が決定されたマイナス金利付き量的・質的金融緩和(実際の適用は同年2月16日から)、さらに同年9月21日に新規採用された現行の長短金利操作付き量的・質的金融緩和では、日本銀行当座預金はプラス金利が適用される「基礎残高」、ゼロ金利が適用される「マクロ加算残高」、マイナス金利が適用される「政策金利残高」に区分されたが、その過半を占める基礎残高に対しては、現在も年0.1%の付利が適用されている。2010年10月の包括的な金融緩和については日本銀行<[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2010/un1010a.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2010/un1010a.pdf)>(参照日:2018年3月19日)、2016年1月のマイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入決定については日本銀行<[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2016/k160129a.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160129a.pdf)>(参照日:2018年3月19日)、2016年9月の長短金利操作付き量的・質的金融緩和については日本銀行<[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2016/k160921a.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921a.pdf)>(参照日:2018年3月19日)を参照。なお、FRSは2008年10月以降、超過準備に加えて所要準備に対しても付利を行っている。ECBとBoEは準備預金への付利を行っているほか、常設制度として、取引先金融機関からの申し込みを受けて有利子預金を受け入れている。なおECBの場合、実際に預金を受け入れているのはユーロ加盟国それぞれの中央銀行(NCBs:national central banks)である。ECBやBoEの常設の預金受け入れ制度は「預金ファシリティ」(deposit facility)と呼ばれる。FRSについては<<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reqresbalances.htm>>(Accessed on March 19, 2018)、ECBについては<[https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/sf/html/index\\_en.html](https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/sf/html/index_en.html)>(Accessed on March 19, 2018)、BoEについては<<http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/news/2001/070.pdf>>(Accessed on March 19, 2018)を参照。

<sup>10</sup> FRS、ECB、BoEも受動的な貸付制度を常設している。日本銀行の「補完貸付制度」を含めて、中央銀行による受動的な有担保貸付制度は「貸出ファシリティ」(lending facility)と呼ばれる。預金ファシリティと貸出ファシリティを合わせて「スタンディング・ファシリティ」(standing facility)と呼ぶ。預金ファシリティと貸出ファシリティの両方を常設しているのは、主要中央銀行の中ではECBとBoEである。

<sup>11</sup> 2006年8月、日本銀行は公定歩合という呼称を基準割引率および基準貸付利率に変更した。

補完当座預金制度の付利と補完貸付制度の基準貸付利率によって、短期金利には理論上、下限と上限が画される。このように下限と上限を画された短期金利の変動幅はコリドーと呼ばれ、短期金利の安定化に資すると期待される。

したがって、出口策としての超過準備の付利の引き上げは、コリドーの下限の引き上げを意味する。一定のコリドーを維持することで、出口の過程で短期金利が跳ね上がる事態を避けられる。また、付利の引き上げ自体は日本銀行のバランスシートの規模やマネタリーベースの残高に直接的には影響しないため、長期金利、為替、株式など期待に左右されやすい市場への影響も比較的抑えられる可能性がある。そのため、付利の引き上げは最も採択しやすい出口策と言える。

ただし難点もある。それは日本銀行の利払い負担が急増することで、シニョリッジ(通貨発行益: *seigniorage*)<sup>12</sup>の消滅に止まらず、自己資本の毀損にまで至るリスクである。日本銀行の超過準備残高は2018年3月時点で320兆円に上る。現行の長短金利操作付きQQEの下、超過準備が増加し続けると、2019年末には超過準備残高は350~400兆円に達する公算が大きい。仮にこのとき付利が1%になると、それだけで日本銀行の利払い負担は年間3.5~4.0兆円に跳ね上がる(表3-2)。しかも、CPI前年比2%上昇が実現してから日本銀行が出口に向かうとすれば、付利1%では金融政策が中立化したとはいえない。CPI前年比2%の下で実質の付利をゼロ%にするために付利を2%まで上げると、日本銀行の利払い負担は超過準備350~400兆円に対して年間7~8兆円と未曾有の額に膨れ上がる。

これに対して、日本銀行の経常利益は多くても年間1兆円台後半である。年間数兆円の利払い負担では赤字決算につながり、ひいては日本銀行から政府(国・地方)へのキャッシュ・フロー(国庫納付金、法人税、住民税および事業税、払込出資金配当)が長期にわたってゼロとなることが想像される<sup>13</sup>。確かに日本銀行は、QQEと並行して自己資本(資

<sup>12</sup> シニョリッジは、銀行券や中央銀行当座預金の発行と引き換えに保有する金融資産から生じる利子収入を指す。なおシニョリッジについては、①銀行券の発行に見合う金融資産から得られる運用益を通貨発行益と捉える、②銀行券のほか中央銀行当座預金も中央銀行の発行する通貨とみることができるとして、これらに見合う金融資産から得られる運用益を通貨発行益と捉える、③これらの運用益から、銀行券の製造・流通に関する費用や中央銀行当座預金の発生・管理に関する費用を差引いたものを通貨発行益と捉える、など複数の考え方があり。古市・森(2005)、4頁参照。

<sup>13</sup> 日本銀行の利益と利益処分関係は「経常利益-特別損益=税引前当期剰余金」、「税引前当期剰余金-法人税、住民税および事業税=当期剰余金」、「当期剰余金-法定準備金積み立て-払込出資金配当=国庫納付金」という3つの式で表される。このうち①国庫納付金、②法人税、住民税および事業税(うち住民税と事業税は地方税)、③払込出資金配当の3つが日本銀行から政府(国・地方)へのキャッシュ・フローとなる。日本銀行は経常利益(2017年度1兆2287億円)から特

本金、法定準備金等、債券取引損失引当金、外国為替等取引損失引当金の合計)を積み増しており、2018年3月末時点では8.2兆円となっている(図3-2)<sup>14</sup>。しかし、出口では赤字決算によって自己資本が毀損する可能性は十分ある。最終的には財政による損失補償つまり国民負担が生じる事態も排除できない。この点については、本章第2節で改めて取り上げる。

表 3-2 日本銀行の利払い額(シミュレーション)

		日本銀行超過準備残高(兆円)					
		250	300	350	400	450	500
超過準備の付利率(%)	0.50	1.25	1.50	1.75	2.00	2.25	2.50
	0.75	1.88	2.25	2.63	3.00	3.38	3.75
	1.00	2.50	3.00	3.50	4.00	4.50	5.00
	1.25	3.13	3.75	4.38	5.00	5.63	6.25
	1.50	3.75	4.50	5.25	6.00	6.75	7.50
	1.75	4.38	5.25	6.13	7.00	7.88	8.75
	2.00	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00	10.00
	2.25	5.63	6.75	7.88	9.00	10.13	11.25
	2.50	6.25	7.50	8.75	10.00	11.25	12.50

(注) 長短金利操作付きQQEの下、超過準備が増加し続けると、2019年末ごろには超過準備残高は350~400兆円に達する公算が大きい。

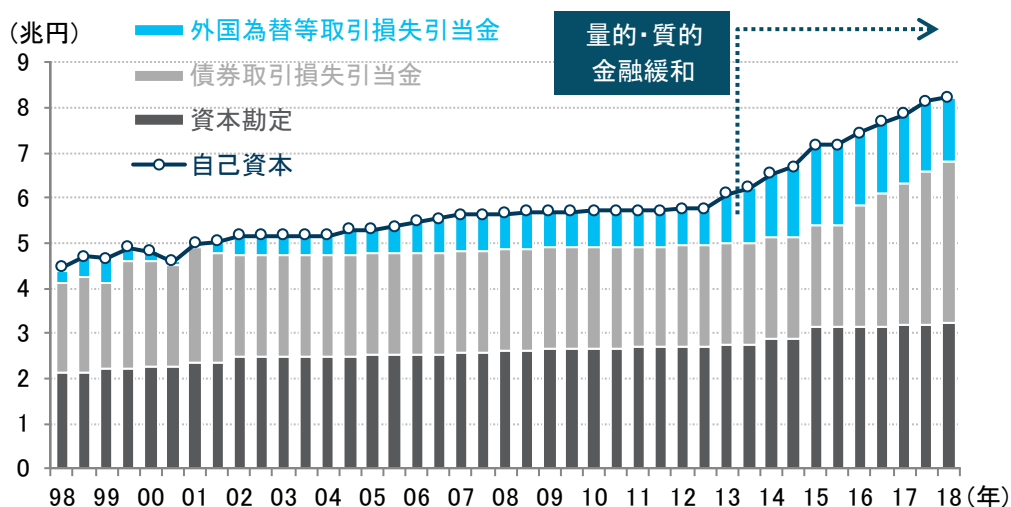
(出所) 筆者作成。

別損益を差し引いた税引前当期剰余金(2017年度8899億円)に基づいて法人税、住民税および事業税(2017年度1251億円)を納める。日本銀行法第53条第1項は、税を差し引いた当期剰余金(2017年度7647億円)の5%相当額を法定準備金に積み立てることを義務付けている。また同条第4項は、払込出資金額(同法第8条第1項に基づいて1億円)の年5%を上限として当期剰余金からの配当を認めており、日本銀行は2017年度に500万円の配当を行った。同法第8条第2項は払込出資金額の少なくとも55%(5500億円)は政府による出資と定めており、かつ、実際に2017年度末の政府による出資比率は55%となっていることから、政府は2017年度に275万円の配当を受け取った。当期剰余金から法定準備金を積み立て、さらに配当を支払った残余(2017年度7265億円)は全額、国庫納付金となる。以上から、2017年度の日本銀行から政府へのキャッシュ・フローは国庫納付金が7265億円、法人税、住民税および事業税が1251億円、払込出資金配当が275万円、計8516億275万円となる。日本銀行の利益と利益処分については日本銀行『財務諸表等』<<http://www.boj.or.jp/about/account/index.htm/>>(参照日:2018年6月10日)、日本銀行の出資者の内訳については日本銀行『業務概況書』<<http://www.boj.or.jp/about/activities/act/index.htm/>>(参照日:2018年6月10日)を参照。

<sup>14</sup> ここでの自己資本は日本銀行の会計規程第18条第2項が定める自己資本であり、バランスシート上の純資産とは異なる。日本銀行の会計規程については、日本銀行<<http://www.boj.or.jp/about/account/kkaikei.htm/>>(参照日:2018年3月19日)を参照。



図 3-2 日本銀行の自己資本



(注) 1. ここでの自己資本は会計規程第18条第2項の定義に基づく。  
 2. 「資本勘定」は資本金(日本銀行法第8条第1項により1億円)と法定準備金等からなる。  
 3. 各年の3月末と9月末の値を図示。  
 (出所) 日本銀行『業務概況書』より作成。

なお、日本銀行による利払いを受け取るのは、日本銀行と当座預金契約を有する銀行などの金融機関である。国民負担が生じるリスクがある一方で、金融機関には利子収入が多額、しかも長期間、日本銀行からもたらされる構図は、国民感情として受け入れがたいものであるだろう。これが政治的な問題に発展することも想定される。

さらに、やや技術的ではあるが、付利の引き上げにはもう一つ注意すべき点がある。日々の無担保コールレート(オーバーナイト物)の動きを最高レート、最低レート、加重平均レートに分けると、実は最低レートがコリドーを下回ることはしばしば起きる(図3-3)。その結果、加重平均レートも2010年後半から、マイナス金利の適用が始まった2016年2月にかけて、ほぼ恒常的にコリドーを下回った。つまり、コール市場ではコリドーは必ずしも金利の下限を画していない。

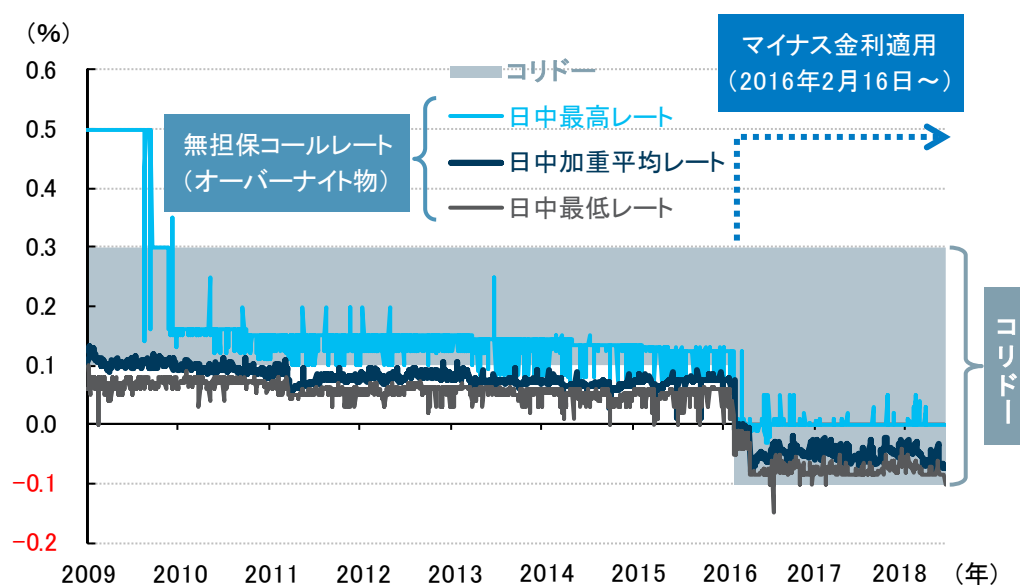
これは日本銀行と当座預金契約を持たない主体、つまり補完当座預金制度にアクセスできない主体が、付利を下回る金利でコール市場に資金を出すことによる<sup>15</sup>。中でも、投資信託は2012年以降、コール市場での資金の出し残高を徐々に増やしている。しかも、マイナス金利の適用が始まった2016年2月以降は、信託銀行を上回る最大のコール資金の出し手となっている(図3-4)。そうした主体がコリドーを下回る金利を提示する背景は、

<sup>15</sup> 日本銀行と当座預金契約を持たない金融機関としては保険会社、投資信託、信用協同組合、労働金庫、農業協同組合が挙げられる。

QQEによる大規模な流動性供給により、資金の取り手が構造的に少ないことにある。このような中、出口策として付利を引き上げたとしても、コールレートがコリドーの下限を下回り続け、付利と十分連動しない可能性が残る。その結果、付利の引き上げが出口策としての機能を十分発揮できない事態も想定される。

長期金利や株式への影響が相対的に抑えられやすいことから、付利の引き上げは出口策として採択されやすい。しかし、日本銀行の財務への影響、金融機関への多額の利払いと国民負担のリスク、付利とコールレートの不完全な連動性という問題を踏まえれば、付利の引き上げでさえ簡単な選択肢とはいえない。

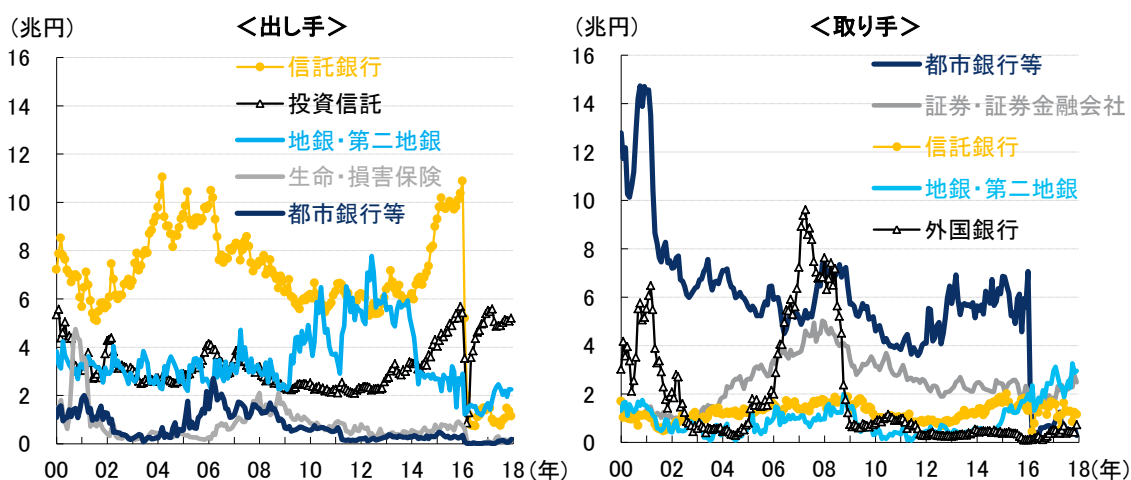
図 3-3 無担保コールレートとコリドー



(注) コリドーは基準貸付利率(現行0.3%)と付利(2016年2月16日以降は日本銀行当座預金のうち政策金利残高に適用される付利を用いて現行-0.1%)の幅を表す。

(出所) 短資協会『コール市場のレート』より作成。

図 3-4 コール市場（有担保および無担保）における出し手と取り手



(注) 1. 月中平均残高。  
 2. 「都市銀行等」は都市銀行のほか新生銀行、あおぞら銀行を含む。  
 (出所) 日本銀行『コール市場残高』より作成。

## (2) 自己宛て有利子手形の売出オペ

付利の引き上げと同様、短期金利の上昇という形での出口策としては、日本銀行による自己宛て手形の売出オペも想定される。これは日本銀行が自らを受取人かつ支払人として振り出し、引き受けた為替手形を売り出す資金吸収オペである<sup>16</sup>。この売出オペの対象となる手形は、売出日の翌日から起算して3ヶ月以内に満期が到来するものである。そのため、付利の引き上げよりもやや長いターム物金利に働きかけることになる。

付利の引き上げとのもう一つ違いはマネタリーベースへの影響である。付利の引き上げではマネタリーベースは不変だが、手形売出オペではマネタリーベースは減少する。これは手形売出オペによって、日本銀行の負債が当座預金（マネタリーベースに含まれる）から手形（マネタリーベースには含まれない）に移るからである。つまり手形売出オペは流動性の吸収につながる。ただし、付利の引き上げと同様、日本銀行のバランスシートの規模自体は変わらない。

手形の売出オペも、長期金利や株式への影響が相対的に限られることから、付利の引き上げに次ぐ出口策として有力である。しかし、付利の引き上げと同様、日本銀行の財務への影響、金融機関への多額の利払いと国民負担のリスクという課題は残る。

<sup>16</sup> 手形売出オペの詳細は日本銀行<[http://www.boj.or.jp/mopo/measures/term\\_cond/vorvo16.htm](http://www.boj.or.jp/mopo/measures/term_cond/vorvo16.htm)>（参照日：2018年3月19日）を参照。

### (3) 保有長期国債の償還（再投資の停止）

長期金利、為替、株式への影響を抑えるという観点からは、保有長期国債の償還（再投資の停止）も現実性の高い出口策と位置づけられる。日本銀行が保有する国債が償還すると、資産側では長期国債、負債側では政府預金が増加する。したがってバランスシートは縮小する。一方、政府預金はマネタリーベースに含まれないため、マネタリーベースは変わらない。

しかしマネタリーベースへの影響はこれで終わりではない。国債償還の技術的な側面にも注意しなくてはならない。国債の償還は、償還のための財源の調達方法という観点から「現金償還」と「借換え」に分類できる。後者の借換えは、既発国債の償還財源を調達するために新たな国債である借換債を発行する方法を指す。こうした現金償還と借換えの比率を規定するのがいわゆる「60年償還ルール」である。これは、建設国債（四条国債）と赤字国債（特例国債）の償還については借換債を含めて、全体として60年で償還し終える、というもので、特別会計に関する法律（特別会計法）第42条第2項に基づく<sup>17</sup>。このルールは日本銀行が保有する国債にも適用される。そのため、日本銀行保有国債の償還は別途、多額の借換債の発行を伴う。第2章第3節で見たように、借換債つまり国債の発行は当座預金から政府預金への資金シフトを通じてマネタリーベースの減少につながる。

結局、借換債の発行までを含めると、保有国債の償還は日本銀行のバランスシートとマネタリーベースをいずれも縮小させる。このとき、有利子の超過準備と保有国債残高が減るため、日本銀行の利払い負担と利子収入はともに減少する。

ただし、出口策としての保有長期国債の償還については、2つの難点を挙げる事ができる。第1に、日本銀行にとって受動的な策だということである。保有国債の償還時期は

<sup>17</sup> 例えば、ある年度に600億円の国債を全て10年固定利付国債で発行したとする。60年償還ルールの下では、10年（＝60年の1/6）後の満期到来時には、100億円（＝600億円の1/6）を現金償還し、残りの500億円は借換債を発行する。この借換債も10年固定利付債で発行したとすれば、さらにその10年後には再び当初発行額600億円の1/6である100億円を現金償還し、残りの400億円は再び借換債を発行する。これを繰り返していくと、当初の発行から60年後に、国債は全て現金償還されることになる。60年償還ルールは、戦後の国債発行に際して、建設国債の見合資産（政府が公共事業などを通じて建設した建築物など）の平均的な効用発揮期間が概ね60年であることから、この期間内に現金償還を終了するという考え方で採用された。なお、このルールの根拠法である特別会計に関する法律（特別会計法）第42条第2項は「前項の場合において、国債（一般会計の負担に属する公債及び借入金（政令で定めるものを除く。）に限る。以下この項及び次項において同じ。）の償還に充てるために繰り入れるべき金額は、前年度期首における国債の総額の百分の一・六に相当する金額とする」としている（<http://law.e-gov.go.jp/htmlldata/H19/H19HO023.html>）（参照日：2018年3月19日）。この「百分の一・六」という数字から60年かけて国債は償還されることになる。ただし年金特例国債や復興債のように本ルールが適用されない国債も一部ある。国債の償還については財務省『債務管理レポート』（<http://www.mof.go.jp/igbs/publication/index.htm>）（参照日：2018年3月19日）を参照。

日本銀行の裁量で決まるわけではない。したがって、政策の発動時期に関する自由度も付利の引き上げや手形売出オペと比べると低い。

第2に、日本銀行の損失の認識方法次第では、再投資を停止しにくくなる可能性がある。日本銀行の損失認識方法については、本章第2節で論じるが、一つの方法として「繰延資産の計上」が考えられる<sup>18</sup>。しかし、損失が繰延資産として認められるためには、国庫納付金の源泉となる当期剰余金が将来、見込まれるという回収可能性が前提となる<sup>19</sup>。回収可能性が成り立つためには、日本銀行はシニョリッジを生み出す必要がある。出口では付利の引き上げなどで日本銀行の負債利回りが高まるため、シニョリッジを生むには資産利回りの上昇も求められる。そのためには、出口での長期金利の上昇を、日本銀行は自らの資産利回りに反映させなくてはならない。本来、その手段となりうるのが国債の再投資である。したがって、損失を繰延資産として認識する場合、再投資の停止が難しくなることが想定される。この場合、保有長期国債の償還（再投資の停止）は柔軟な出口策とはいえないなくなる。

#### (4) 保有長期国債の売りオペ

ここまで見てきた3つの出口策（付利の引き上げ、手形売出オペ、保有長期国債の償還）はいずれも長期金利や株式への影響が相対的に限られるという点で採択されやすい。しかし逆に言えば、仮にインフレ率が想定以上に亢進し、強い金融引き締めが求められるときには、これら3つの策では不十分となる可能性もある。

強い引き締め策が求められた場合に、選択肢として浮上するのが保有長期国債の売りオペである。この場合、日本銀行のバランスシート上、資産側で保有国債、負債側で当座預金が同額減るため、バランスシート、マネタリーベースいずれも縮小する。いわば「量的引き締め」である。日本銀行の利払い負担と利子収入も減少する。

ただし現実的には、この策がとられる可能性は小さい。第1に、金融システムが不安定化するリスクが挙げられる。QQEの下、日本銀行が多額の長期国債を買ったことから、出口では国債市場の流動性は下がっているはずである。そのような状態で日本銀行が国債

<sup>18</sup> FRS やチェコ国立銀行は繰延資産の計上という形で損失を認識する。

<sup>19</sup> 回収可能性とは繰延税金資産（deferred tax assets）の資産性を評価する概念であり、繰延税金資産が将来の支払税金を減額する効果があるかどうかを指す。将来、課税所得が発生しなければ、当該主体は将来の税負担を安くする権利を行使することができない。この場合、回収可能性がないと判断され、当該主体は繰延税金資産を計上することができない。

を売れば、長期金利が急騰（国債価格が急落）する可能性がある。しかも銀行などが多額の国債を保有する中で長期金利が跳ね上がれば、国債の評価損の急増と国債の市場流動性の急落を通じて、金融システムが不安定化する恐れもある。金融政策に起因する形で金融システムが不安定化するというのは、日本銀行法第1条第2項が求める「信用秩序の維持」に反する<sup>20</sup>。

第2に、株式市場への影響を無視できない。国債売りオペをきっかけとして金融システムが不安視されれば、投資家のリスク許容度が低下し（いわゆる risk-off）、株価の下落につながる事態が想定される。これがインフレ率の上昇と相俟って、消費者センチメントの冷え込みなど実体経済活動を萎縮させる可能性もある。

第3に、日本銀行の損失と潜在的な国民負担である。日本銀行は保有国債を移動平均法による償却原価法で評価している<sup>21</sup>。つまり時価で評価しない。そのため、金利が上がっても（国債価格が下がっても）、会計上は保有国債の評価損を認識しない。このような評価方法が許容されるには国債の満期保有が前提となる。しかし、売りオペとなれば話は別である。出口のタイミングでは、今日よりもインフレ率が高い分、長期金利は上がっている（国債価格は下がっている）公算が大きい。その場合、日本銀行は時価で国債を売るため、評価損が実現する。これが先述の付利の引き上げと相俟って、日本銀行に赤字計上を強いる。さらにこれが国民による損失補償につながる可能性を踏まえれば、国債売りオペの現実性は低いといわざるを得ない。

#### (5) 法定準備率の大幅引き上げ

保有長期国債の売りオペのような「量的引き締め」という色合いを抑えながら、強い金融引き締めを行う代替策として、法定準備率の引き上げが挙げられる。補完当座預金制度では法定準備は付利されないため、法定準備率を引き上げながら、超過準備の付利を上げ

<sup>20</sup> 日本銀行法第1条第2項は「日本銀行は（中略）銀行その他の金融機関の間で行われる資金決済の円滑の確保を図り、もって信用秩序の維持に資することを目的とする」としている。日本銀行法については e-Gov <<http://law.e-gov.go.jp/htmldata/H09/H09HO089.html>>（参照日：2018年3月19日）を参照。

<sup>21</sup> 日本銀行は保有長期国債を、2003年度までは低価法で評価していたが、2004年度からは移動平均法による償却原価法で評価している。したがって、国債の取得原価と額面金額が異なる場合（額面より高い価額あるいは低い価額で取得した場合）、満期までの期間、その差額を一定の方法でバランスシートに加減して配分し、その加減額を受取利息や支払利息として損益計算に計上する。取得原価が額面金額を下回る（上回る）場合、バランスシート上で簿価を額面金額に向けて上げて（下げて）いくことになるが、この会計処理をアキュムレーション（アモチゼーション）という。

れば、日本銀行の利払い負担を抑えながら短期金利を上げることができる。しかも国債を保有し続けるため、利子収入も維持できる。結果的に、日本銀行の損失リスクが抑えられ、国民負担による損失補償も避けられる。一見、魅力的な出口策である。

しかし、これが採択される可能性は国債の売りオペと同様、低いであろう。第1に、財政民主主義と相容れない。無利子の法定準備率を大きく引き上げることは、金融機関という特定の主体に対する事実上の課税、つまり財政政策である。国民の代表ではない日本銀行が事実上の財政政策に関わることは、憲法第83条に基づく財政民主主義と相容れない<sup>22</sup>。

第2に、「準備預金制度に関する法律」との整合性も問われる。同法第4条第2項は、外貨預金など一部を除いて、20%までの準備率を許容している<sup>23</sup>。現在、例えば預金の法定準備率は流動性、金額、預金取扱機関の業態によって区々ではあるが、0.05~1.3%の範囲にある。これを踏まえれば、法律上、準備率の引き上げは一見、十分可能である。しかし、同条第3項は、準備率の設定に当たって、日本銀行は準備金の保有に伴う金融機関の負担を考慮しなくてはならないと明記している。法定準備率を大きく引き上げる場合、この条文との整合性が問われる。まして、出口では金利が高まっているはずなので、多額の無利子の法定準備を保有することの機会費用も大きく、金融機関の負担感が高まるはずである。

第3に、信用創造が強く萎縮するリスクもある。財政民主主義や準備預金制度に関する法律第4条第3項にも関わらず、日本銀行が法定準備率を大きく引き上げたとしよう。その場合、金融機関側の自衛手段として、利益率の低い低利融資を中心に、新規の貸出を抑えることが考えられる。それによって派生的預金を抑え込み<sup>24</sup>、結果的に法定準備の抑制を図ることができれば、法定準備の保有に伴う機会費用を抑えることができるかもしれない。無論、出口の過程で一定程度、信用創造が抑制されることは自然である。ここでの議論は準備率の大幅な引き上げにより、信用創造が過度に萎縮してしまうリスクがあるということである。以上の3点を考慮すると、法定準備率の引き上げの現実性も低い。

---

<sup>22</sup> 憲法第83条は「国の財政を処理する権限は、国会の議決に基いて、これを行行使しなければならぬ」としており、これは財政民主主義と呼ばれる。

<sup>23</sup> 準備預金制度に関する法律については e-Gov<<http://law.e-gov.go.jp/htmlldata/S32/S32HO135.html>> (参照日：2018年3月19日)を参照。

<sup>24</sup> 預金取扱金融機関の資産側で現金の増加を伴う預金を「本源的預金」、貸出の増加を伴う預金を「派生的預金」と呼ぶ。舘・鈴木・貝塚・蟬山(1994)、65頁参照。

### 1.3. 現実的な出口戦略

QQEの出口策として5つの選択肢を見てきた。どの選択肢にも一長一短があり、単独で有効な出口策となりうるものは考えにくい。その上で筆者なりに、現実性に基づいて順序を付けるとすれば、(1)超過準備の付利の引き上げ、(2)自己宛て有利子手形の売出オペ、(3)保有長期国債の償還、(4)保有長期国債の売りオペ、(5)法定準備率の大幅な引き上げ、の順に現実性が下がる。おそらく前者3つの選択肢を組み合わせた策が最も現実的な出口戦略となるであろう。

コミットメントを巡る動学的非整合性によって、出口のタイミングを見通すことが難しいことはすでに述べた。それでも5つの選択肢に基づいて現実的な出口戦略を検討した。しかし、もう一つ重要な論点が残されている。それはそもそも、出口を出るべきときに出口に向かうことができるかという根本的な問題である。この問題には①日本銀行の財務の健全性と損失補償、②金融政策と国債管理政策の溶融という2つの視座がある。以下、第2節で①を、第3節で②を考察する。

## 第2節 日本銀行の財務の健全性と損失の認識方法

### 2.1. 付利の引き上げによる利払い負担のシミュレーション

前節で超過準備の付利の引き上げと保有長期国債の売りオペを検討した際、前者については日本銀行の利払い負担が増加するリスク、後者については国債の評価損が実現損となるリスクに言及した。いずれも日本銀行の赤字決算ひいては自己資本の毀損を通じて、国民負担による損失補償問題に発展する恐れがある。そのため、出口策は“too little, too late”となる可能性を内に秘める。

このうち、超過準備の付利の引き上げによる利子負担の増加は把握しやすい。前出の表3-2を参照することで、付利の引き上げ幅と超過準備の残高に応じた日本銀行の利払い額は算出できる。

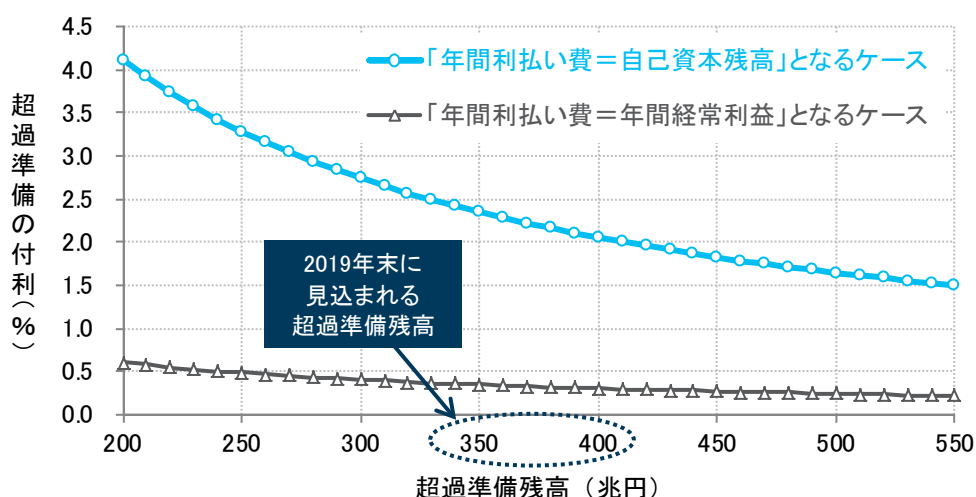
一つの基準として、日本銀行の自己資本に相当する年間利払い額が生じる付利と超過準備残高の組み合わせを試算しよう。日本銀行の会計規程第18条第2項が定める自己資本は2018年3月末で8.2兆円であった。したがって、例えば超過準備残高が400兆円(2019年末の同残高の試算値)であれば、付利が2.06%( $=8.2/400 \times 100$ )になると、年間利払い額は自己資本に並ぶ。



あるいはもう一つの基準として、日本銀行の年間利払い費が、2013年4月のQQE導入以降の平均的な年間経常利益(2017年度までで1.2兆円)に並ぶ付利と超過準備残高の組み合わせも、同行の財務の健全性を把握する上で参考となる。例えば、超過準備残高が400兆円の場合、付利が0.30% (=1.2/400×100)になると、年間利払い額は平均的な年間経常利益に並ぶ。

このような問題意識に基づいて、年間利払い費が自己資本残高および年間平均経常利益それぞれに並ぶ付利と超過準備残高の組み合わせを計算すると図3-5のようになる。

図 3-5 超過準備の付利と残高の組み合わせ



(注) 1. ここでの自己資本残高は会計規程第18条第2項に定められているものであり、2018年3月末時点の残高(8.2兆円)に基づく。  
 2. ここでの年間経常利益は日本銀行が量的・質的金融緩和(QQE)を導入した2013年度以降の平均的な経常利益(年間1.2兆円)に基づく。  
 (出所) 筆者作成。

仮に出口の段階で「物価安定の目標」が実現し、CPIが前年比2%のペースで上がっているのであれば、付利を2%まで上げて漸く実質付利はゼロ%となる。つまり付利2%は出口では想定可能な範囲にある。図3-5によると、このとき超過準備残高が410兆円に達していると、年間利払い額は自己資本残高に並ぶ。しかも、この410兆円は2019年末にも見込まれる超過準備残高の範囲(350~400兆円)の近辺にある。自己資本とのバランスで見て、日本銀行の利払い費が出口で財務に負荷をかけ、同行への国費投入あるいはそれを可能とするための日本銀行法の改正へと、問題が発展する可能性も視野に入ってきている。

## 2.2. 日本銀行の有価証券評価方法

一方、保有長期国債の売りオペによる損失は若干、計算が複雑になる。保有長期国債の評価方法、現時点での評価損益、デュレーションなど、複数のパラメータが関わってくるからである。

日本銀行が保有する有価証券のある時点での評価損益（時価と簿価の差）は、簿価すなわち会計上の評価方法に左右される。日本銀行の有価証券評価方法も種類によって異なる。大きく分類すると、円建て資産は時価評価せず、外貨建て資産は時価評価するという会計姿勢が見られる（表3-3）。例えば、外貨建て債券や外貨建て投資信託はいずれも時価法で評価される。日本銀行企画室（2004）によると、日本銀行は保有する外貨資産の安全かつ効率的な運用を図るために外貨建て債券の売却・再投資などを行うことから、時価法を採用することが適切と判断している<sup>25</sup>。

表 3-3 日本銀行の有価証券評価方法

	国債	円建て社債	CP等 (ABCP、不動産投資法人CPを含む)	短期社債等 (担保付短期外債を含む)	外貨建て債券	外貨建て投資信託	株式	ETF	J-REIT
評価方法	移動平均法による償却原価法 ⇒ 取得原価と額面金額の差額を、償却期限までの間、毎期均等に償却。 これに伴う損益は損益計算上、利息(受取利息、支払利息)に含める。				時価法 ⇒ 期末に時価評価を行い、含み益がある場合には含み益相当額の評価益、含み損がある場合には含み損相当額の評価損を損益計算に計上。		移動平均法による原価法 ⇒ 取得原価で評価。		
減損処理 ⇒時価が著しく下落した場合に評価替え		あり					あり		

(出所) 日本銀行『事業年度決算等について』<<https://www.boj.or.jp/about/account/index.htm/>>  
(参照日：2018年2月12日)、日本銀行企画室（2004）より作成。

一方、円建て資産については、満期のある資産（国債、円建て社債、CP等、短期社債等）は移動平均法による償却原価法、満期のない資産（株式、ETF、J-REIT）は移動平均法による原価法を採用している。そのためいずれの円建て資産も時価評価されない。満期のある資産については満期まで保有すること、満期のない資産については売却のタイミングを政策的に判断できることが時価法を採用しない背景となっている。

<sup>25</sup> 日本銀行企画室（2004）、5頁。

そのため、長期金利が上がっても(国債価格が下がっても)、日本銀行は保有長期国債の評価損を会計上、認識しない。しかし、こうした評価方法が許されなくなる局面がある。それが前出の保有長期国債の売りオペである。

### 2.3. 日本銀行保有国債の評価損益のシミュレーション

既述のとおり、保有国債の売りオペが出口策として採択される可能性は小さい。しかし、仮に採択された場合、長期金利、為替、株価はもちろん、日本銀行の収益ひいては自己資本への影響も甚大となろう。

国債売りオペによってどの程度の損益が実現するかを把握するには、長期金利の水準に応じた損益のシミュレーションが必要となる。そのようなシミュレーションを行う上で、重要となる概念が「デュレーション」(duration)である。

ある債券の利子および償還をその債券のキャッシュ・フローと呼ぶと、デュレーションは「満期までの年数を各期のキャッシュ・フローの現在価値で加重平均した値」(単位は年)と定義される。このデュレーション  $D$  は、債券価格を  $P$ 、当該債券の粗利率を  $R$  とすると、

$$D = -\frac{dP/P}{dR/R}$$

と書き換えられる<sup>26</sup>。つまり、デュレーション  $D$  は債券価格  $P$  の粗利率  $R$  に対する弾性

<sup>26</sup> 複利最終利回りを  $(100 \times i)\%$ 、各期のクーポン(券面利息)を  $C$ 、償還価格を  $F$ 、利払い間隔を単位として測った満期までの期間を  $n$  とすると、デュレーション  $D$  は

$$\begin{aligned} D &\equiv \frac{1 \times \frac{C}{1+i} + 2 \times \frac{C}{(1+i)^2} + 3 \times \frac{C}{(1+i)^3} + \dots + n \times \frac{C+F}{(1+i)^n}}{\frac{C}{1+i} + \frac{C}{(1+i)^2} + \frac{C}{(1+i)^3} + \dots + \frac{C+F}{(1+i)^n}} \\ &= \frac{\sum_{t=1}^n \frac{t \cdot C}{(1+i)^t} + \frac{n \cdot F}{(1+i)^n}}{\sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+i)^t} + \frac{F}{(1+i)^n}} \dots (3-1) \end{aligned}$$

である。

また、この債券の価格  $P$  がキャッシュ・フローの現在価値に一致するとすれば、

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+i)^t} + \frac{F}{(1+i)^n} \dots (3-2)$$

となる。これは式(3-1)の分母に他ならない。したがって

値と解釈できる。したがって、日本銀行が保有する長期国債のデュレーションを計算することで、金利に応じた国債の評価損益に関するシミュレーションが可能となる。

買入れ対象国債の平均残存年限を長期化したことを反映して、2013年4月のQQEの開始以降、日本銀行が保有する長期国債のデュレーションは長くなっている(図3-6)。このようなデュレーションの上昇は、一定の金利の上昇率に対して日本銀行が保有する長期国債の価格が下がりやすい、つまり評価損が生じやすくなっていることを意味する。

このようにして得られたデュレーションに基づき、日本銀行が保有する長期国債の評価損益を金利水準に応じてシミュレーションしよう。その際、前出の付利の引き上げに伴う利払い負担と同様、日本銀行の自己資本残高を一つの基準とする。

$$D = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{t \cdot C}{(1+i)^t} + \frac{n \cdot F}{(1+i)^n}}{P} \dots (3-3)$$

と書き換えられる。

式(3-2)より $P$ は $i$ の関数である。したがって $P$ の全微分 $dP$ は

$$\begin{aligned} dP &= \frac{\partial P}{\partial i} di \\ &= - \left( \sum_{t=1}^n \frac{t \cdot C}{(1+i)^{t+1}} + \frac{n \cdot F}{(1+i)^{n+1}} \right) di \quad (\text{式(3-2)より}) \\ &= - \left( \sum_{t=1}^n \frac{t \cdot C}{(1+i)^t} + \frac{n \cdot F}{(1+i)^n} \right) \frac{di}{1+i} \\ &= -D \cdot P \frac{di}{1+i} \quad (\text{式(3-3)より}) \end{aligned}$$

となる。 $di = d(1+i)$ なので

$$\begin{aligned} \frac{dP}{P} &= -D \frac{d(1+i)}{1+i} \\ \therefore D &= - \frac{dP/P}{d(1+i)/(1+i)} \dots (3-4) \end{aligned}$$

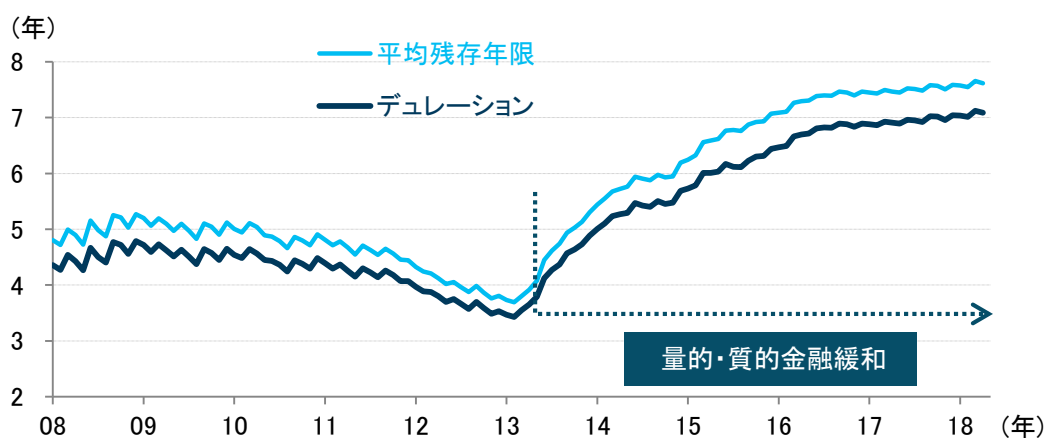
が得られる。

粗利率(gross rate of interest)を $R$ とすると $R \equiv 1+i$ であるため、式(3-4)は

$$D = - \frac{dP/P}{dR/R} \dots (3-5)$$

と書き換えられる。式(3-5)を本文で参照する。

図 3-6 日本銀行保有長期国債のデュレーション



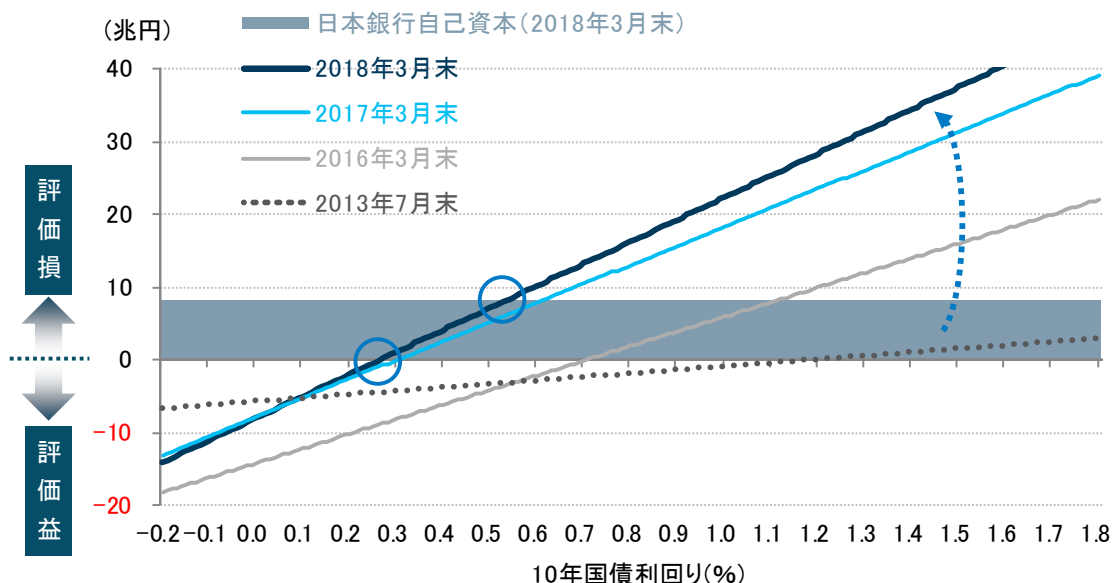
(出所) 日本銀行『日本銀行が保有する国債の銘柄別残高』より作成。

2018年3月末時点の日本銀行の保有国債銘柄を所与とすると、10年国債利回りが0.26%に上がると長期国債の評価益は消滅し、0.53%まで上がると評価損は自己資本残高に並ぶ(図3-7)。比較対象として、QQEの初期時点に当たる2013年7月末時点の保有銘柄で計算すると、10年国債利回りが1.18%のときに評価益が消え、2.66%のときに評価損は自己資本残高に一致する。

2013年7月から2018年3月までの国債買入れオペにより、国債の取得価格が上がり(取得金利水準が下がり)、かつデュレーションが長くなった結果、日本銀行保有長期国債の評価益が消える金利水準は1.18%から0.26%に、自己資本残高に比肩する評価損が生じる金利水準は2.66%から0.53%に下がった。仮に出口で国債の売りオペが行われることがあるとすれば、インフレ率や政府の財政状況にもよるが、その時点での10年国債利回りが1%前後にあることは自然である。その場合、国債の売りオペは日本銀行保有国債の評価損を実現させる機会となる。

前出の付利の引き上げと合わせて、ここでのシミュレーションは、金利上昇に対する日本銀行財務の脆弱性が資産(保有長期国債)と負債(超過準備)の両面で高まっていることを物語る。QQEからの出口を安定的なものにする上では、政策ツールの適切な選択という技術的な課題はいうに及ばず、日本銀行財務の健全性の確保と損失補償の制度設計も問われる。

図 3-7 日本銀行保有長期国債の評価損益 (シミュレーション)



(注) 1. 日本銀行が保有する長期国債のデュレーションは 2013 年 7 月末 4.2 年、2016 年 3 月末 6.7 年、2017 年 3 月末 6.9 年、2018 年 3 月末 7.1 年 (すべて筆者による試算)。  
 2. 2018 年 3 月末の日本銀行の自己資本残高は 8.2 兆円。  
 3. 縦軸では評価損がプラス、評価益がマイナスで図示されている。  
 (出所) 日本銀行『日本銀行が保有する国債の銘柄別残高』より作成。

#### 2.4. 日本銀行の自己資本と会計規程第 18 条

中央銀行の損失すなわち自己資本の毀損については、それをどの程度重視するかという点で見解は分かれる。2008 年 4 月から 2013 年 3 月まで日本銀行総裁を務めた白川(2008)は、多額である必要はないが、中央銀行には一定水準の自己資本は必要とし、その理由を 2 つ挙げる<sup>27</sup>。第 1 に、財務的に政府に依存せざるを得なくなると、仮に中央銀行の金融政策がそのことによって影響を受けない場合でも、市場参加者や国民が中央銀行の適切な政策遂行能力に疑念をもつ可能性がある。第 2 に、債務超過になっても政府から自動的に補填がなされるという制度が用意されていると、金融政策だけでなくそれ以外の業務についても、中央銀行の政策運営や経営規律が甘くなる可能性がある。

一方、2013 年 3 月から 2018 年 3 月まで日本銀行副総裁を務めた岩田規久男は、学習院大学教授であった 2000 年に「唯一のマネタリーベースの供給者である中央銀行は、自己資本を持っていなくても営業可能な経済主体であり、中央銀行のバランスシート悪化がな

<sup>27</sup> 以下の 2 つの理由については、白川 (2008)、105-106 頁を参照。

ぜ問題になるのかが説得的に示されたことはない」と主張した<sup>28</sup>。確かに岩田がいうように、中央銀行の負債であるマネタリーベースは、伝統的には無利子の負債であり、かつ中央銀行が自らの意思決定に基づいて発行できるため、自己資本との線引きは難しい<sup>29</sup>。中央銀行の最終支払い能力(solvency)を自己資本のみで規定して、マネタリーベースを含めないとすれば、確かにそれは適当とは言い難い。

ただし、その点を踏まえた場合でも、岩田の自己資本不要論には2つの点から疑問が残る。第1に、中央銀行の財務の健全性が毀損するのは通常、緩和期ではなく引き締め期つまり出口だということである。出口において財務の健全性が損なわれたからといって、中央銀行が最終支払能力の増強のためにマネタリーベースを供給すれば、それはそもそも出口策と矛盾する<sup>30</sup>。概念としてマネタリーベースを中央銀行の最終支払能力と認めるとしても、それを行使できるかは金融政策の局面(緩和期、引き締め期)に依存する。したがってマネタリーベースを自己資本と完全代替の支払能力と位置づけることは難しい。

第2に、補完当座預金制度の下、マネタリーベースの大半を占める超過準備は今や有利子負債である<sup>31</sup>。しかも、その超過準備の付利の引き上げこそが、出口で中央銀行の財務の健全性を脅かす。岩田が上記の主張を展開していた頃は、マネタリーベースが無利子であることが当然視されていた。しかし、金融政策の実務や制度は一変しており、その主張に今日的な意義を見出すことは難しい。

そもそも岩田自身も自らの自己資本不要論に固執していないと考えられる。実際、岩田が副総裁を務めていた頃の日本銀行は、ほぼ一貫して自己資本(債券取引損失引当金、法定準備金など)の積み増しを図っていた(前出図3-2)<sup>32</sup>。法定準備金や債券取引損失引当

<sup>28</sup> 岩田規久男(2000)、91頁参照。

<sup>29</sup> 日本ではマネタリーベースのうちの貨幣は、中央銀行ではなく政府が発行するため、マネタリーベースの全てを中央銀行の負債と見なすのは厳密には正しくない。ただし貨幣の発行残高は5兆円未満と小さいことから、ここではマネタリーベースを中央銀行の負債と見なす。

<sup>30</sup> 田中敦(2013)も同様の主張をしている。田中敦(2013)、26頁参照。

<sup>31</sup> 2016年1月29日に日本銀行が導入を決定した「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」でも、実際にマイナス金利が課される当座預金残高(政策金利残高と呼ばれる)は20~30兆円程度であり、2018年3月分積み期間の日銀当座預金残高(359兆円)の8%程度に止まる。一方、現行0.1%のプラス金利が付される基礎残高は200兆円程度に上る。なお日銀当座預金残高から政策金利残高と基礎残高を差し引いた残高に相当するマクロ加算残高はゼロ金利である。

<sup>32</sup> 例えば2015年5月12日、日本銀行は2014年度決算における法定準備金の積み立てを、日本銀行法第53条第1項が定める当期剰余金の5%相当額ではなく、25%相当額に増やす方針を決定し、財務大臣に認可申請した。しかも、その理由は「財務の健全性確保」と明記された。日本銀行<[https://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2015/rel150512a.htm/](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2015/rel150512a.htm/)>(参照日:2018年3月19日)を参照。さらに同年11月13日、日本銀行は会計規程第18条第2項の自己資本に含まれる債券取引損失引当金に関わる政令の変更を財務大臣に申請、同月20日、政府は日本銀行法施行令などの改正を決定した。日本銀行<[https://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2015/](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2015/)

金など自己資本に関わる決定は、「金融政策決定会合」ではなく、その他の事項を議事とする「通常会合」<sup>33</sup>でなされる。当然、副総裁として岩田も決定に関わった。つまり、岩田も財務の健全性確保の観点から、日本銀行が法定準備金や債券取引損失引当金、すなわち自己資本を厚くする意義を認めたことになる。あるいは少なくとも、岩田がかつて主張した中央銀行は自己資本を必要としないという見解は、通常会合の場で多数派を形成しなかった。

では、個々の論者の見解ではなく、日本銀行自身の会計ルールにおいて自己資本はどのように位置付けられているだろうか。ここで考察対象となるのが日本銀行の「会計規程」(Accounting Rules of the Bank of Japan)である<sup>34</sup>。この会計規程は、第18条で債券と外国為替の取引損失引当金および法定準備金、第18条の2で株式、指数連動型上場投資信託(ETF)、不動産投資信託(J-REIT)の取引損失引当金の計上基準を示している。

このうち第18条は「債券取引損失引当金及び外国為替等取引損失引当金の積立て又は取崩し並びに法定準備金の積立ては、各上半期及び各事業年度の自己資本比率が、10%程度となることを目途として、概ね上下2%の範囲となるよう運営する」(下線筆者)としている。つまり自己資本比率が概ね8~12%となるよう、日本銀行は債券や外国為替の取引損失引当金および法定準備金を積み立てることが求められている。

この場合の自己資本比率は同条第2項で

自己資本比率

$$= \frac{\text{資本金} + \text{法定準備金等} + \text{特別準備金} + \text{貸倒引当金} + \text{債券} \cdot \text{外国為替等取引損失引当金}}{\text{日本銀行券平均発行残高}}$$

[rel151113b.pdf](#)> (参照日: 2018年3月19日)を参照。この政令の変更により、日本銀行は新たに、保有長期国債の利息収入(厳密には、国債の利息収入に有利子負債残高/国債保有残高という比[ただしこの比が1を超えるときは1]を掛け合わせた値)と超過準備などに対する利払い費の差額の50%を、利益が出た場合には債券取引損失引当金として積み立て、損失が出た場合には損失相当額を同引当金から取り崩すことが可能となった。その結果、政令変更後は毎年度、数千億円のペースで債券取引損失引当金が増えることとなった。このような政令変更がなされるまでは、日本銀行法施行令第15条に基づいて、日本銀行は債券の取引・保有で益超(収益>損失)となった場合に、益超額の全部または一部を債券取引損失引当金として積み立てることができた。しかし、日本銀行は長期国債を売却(売りオペ)していないため、長期国債関係損益は毎年度0~10億円という微々たる利益に止まった。その結果、QQEの下で国債保有残高が急増したにもかかわらず、債券取引損失引当金は2002年3月末の2.2兆円から増えなかった。こうしたことが、2015年11月の政令変更申請の動機となった。なお、国債売りオペをしていなかったにもかかわらず、政令変更前の日本銀行が年間0~10億円ほどの国債売却益を計上できた理由は、財政投融资特別会計による国債の買入消却に応じて、日本銀行が同会計に保有国債を売却し、売却益が発生したことにある。

<sup>33</sup> 通常会合は原則、週2回開催される。

<sup>34</sup> 日本銀行会計規程については日本銀行<<http://www.boj.or.jp/about/account/kkaikei.htm/>> (参照日: 2018年3月19日)を参照。



と定義されている<sup>35</sup>。つまり、債券や外国為替の取引損失引当金および法定準備金はいずれも自己資本に含まれる。

一方、株式、ETF、J-REITを扱う第18条の2は「株式取引損失引当金、指数連動型上場投資信託取引損失引当金及び不動産投資信託取引損失引当金は、引当金の種類に応じ、株式、指数連動型上場投資信託受益権又は不動産投資法人投資口（金銭の信託の信託財産として保有するものを含む。）の時価の総額が帳簿価額の総額を下回る場合に、その差額に対して上半期末及び事業年度末に計上する」としている。ここで重要な点は、この条文が自己資本比率に言及していないということである。これが、自己資本比率との関連で引当金が規定される債券および外国為替との違いである。

会計規程をこのように読むと、「中央銀行に自己資本は必要か」という問いに対する日本銀行の会計規程における姿勢は、債券や外国為替の取引損失引当金や法定準備金の観点からは自己資本を重視する（会計規程第18条）一方、株式、ETF、J-REITの取引については明示的に自己資本を重視してはいない（同第18条の2）と解釈できる。そこには、前者が中央銀行業務の本質に関わる取引、つまりオペの伝統的な対象であるのに対して、後者は中央銀行業務においてはあくまで時限的かつ限定的な位置づけである、という判断を見て取れる。またこの判断の延長線上で、日本銀行は株式、ETF、J-REITを時価評価していない（会計上、評価損を認識しない）（前出表3-3）。先に紹介した白川（2008）の「多額である必要はないが（中略）一定水準の自己資本は必要」<sup>36</sup>という表現が、自己資本を巡る日本銀行の会計姿勢を最も端的に言い表している。

#### 2.5. 損失の認識方法：繰延資産の計上と自己資本の毀損

会計規程第18条第2項の定義に基づく自己資本比率は、2002年以降、同条第1項が求める8~12%のレンジを下回っていた（図3-8）。ただし会計規程は法律ではないため、これ自体にペナルティはない。

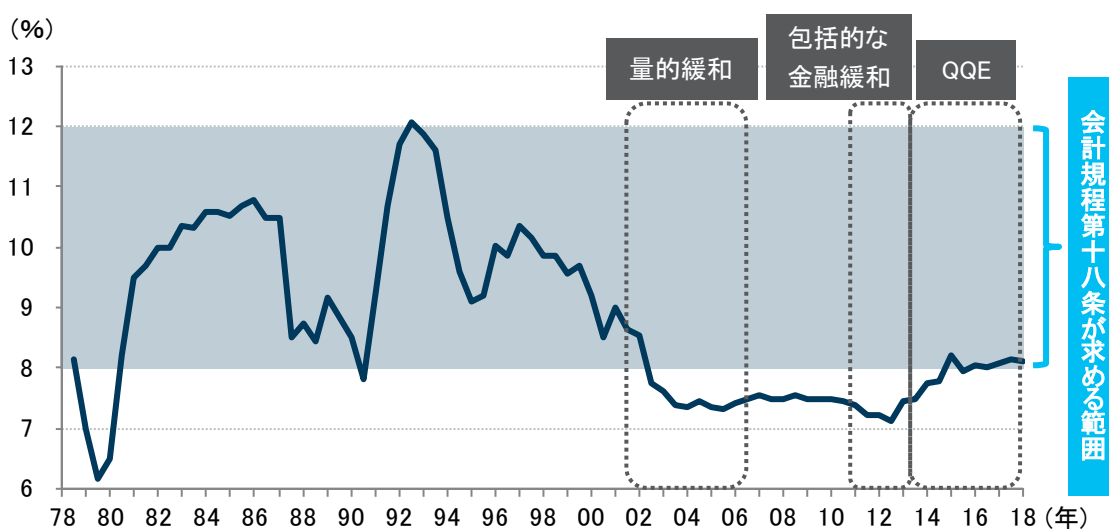
ところが2013年4月にQQEが始まると、日本銀行は自己資本比率の引き上げに動いた。債券取引損失引当金、外国為替等取引損失引当金および法定準備金が自己資本積み増

<sup>35</sup> 会計規程第18条第2項は「前項の自己資本比率は、当該各上半期又は事業年度の期末における資本金、法定準備金（当該事業年度に係る剰余金の処分において積み立てられる金額を含む。）、特別準備金、貸倒引当金（特定の債権に係る損失に備えるためのものを除く。）、債券取引損失引当金及び外国為替等取引損失引当金の額の合計額を、その期中における日本銀行券の平均発行残高で除して得た比率とする」とする。

<sup>36</sup> 白川（2008）、106頁。

しの軸となっている(前出図 3-2)。このうち債券取引損失引当金は、政令の変更により、保有国債の利息収入をもとに計上できるようになった。外国為替等取引損失引当金は、円が減価し外国為替関係損益が益超になると、財務上、自動的に積み増される<sup>37</sup>。また、法定準備金の積み増しは、財務の健全性の確保を目的として、日本銀行法第 53 条第 1 項が定める当期剰余金の 5%相当額を上回る金額を積み立てることで実施された<sup>38</sup>。こうした対応を経て、2018 年 3 月末の自己資本比率は 8.1%となり、会計規程第 18 条が求める下限の 8%を小幅に上回った。

図 3-8 日本銀行の自己資本比率



(注) 自己資本比率(%)=(資本金+法定準備金等+特別準備金+貸倒引当金(特定を除く)+債券取引損失引当金+外国為替等取引損失引当金)/銀行券期中平均発行残高×100。  
(出所) 日本銀行『業務概況書』より作成。

<sup>37</sup> 表 3-3 で見たように、日本銀行は外貨建て資産だけは時価で評価する。したがって実際に外貨建て資産の売買を行っていなくても、円安になれば、日本銀行は外国為替における利益を会計上、認識する。一方、日本銀行法施行令第 15 条第 1 項は、債券や外国為替の取引や保有によって益超となった場合、財務大臣の承認を得た上で、益超の全部または一部を債券取引損失引当金や外国為替取引損失引当金として積み立てることを認めている。そのため、円安になると、自動的に外国為替取引損失引当金(日本銀行の自己資本の一部)が積み上がる。逆に、円高になると、同引当金が取り崩されるため、円高は日本銀行の自己資本の減少要因となる。日本銀行法施行令については e-Gov<<http://law.e-gov.go.jp/htmldata/H09/H09SE385.html>>(参照日:2018年3月19日)を参照。

<sup>38</sup> 日本銀行は 2013 年度決算では剰余金の 20%相当額、2014 年度決算では同 25%相当額を法定準備金として積み立てた。2014 年度については日本銀行<[https://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2015/rel150512a.htm/](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2015/rel150512a.htm/)>(参照日:2018年3月19日)、2013 年度については日本銀行<[https://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2014/rel140509c.htm/](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2014/rel140509c.htm/)>(参照日:2018年3月19日)を参照。

財務の健全性向上に向けた日本銀行の努力は前向きに評価されるべきであろう。しかし、先のシミュレーションで見たように、出口で日本銀行の収益が圧迫され、赤字決算に陥る可能性は無視できない。自己資本比率の引き上げによる財務の健全性確保を常に図りながらも、赤字つまり損失が計上されたときの対応も明確にされる必要がある。

中央銀行の場合、損失の会計上の認識については①繰延資産の計上、②自己資本の毀損が2つの選択肢となる。例えば、FRSは前者の繰延資産という扱いをしている<sup>39</sup>。各地区の連邦準備銀行は2011年1月1日以降、毎日「surplus (剰余金) = capital paid-in (拠出資本)」という等式を成り立たせることを会計ルール上、求められている<sup>40</sup>。しかし本来、surplusは中央銀行業務の結果次第で変わる内生変数であるのに対して、capital paid-inは外生性の高い変数である。そのため、両者が常に等しくなる保証はない。そこで、各連邦準備銀行は、バランスシートの負債側に“Interest on Federal Reserve notes due to U.S. Treasury”(「国庫納付金未払い金」と邦訳できよう)という勘定を立て、損失が発生したときはこの負債項目にマイナス計上することになっている。つまり損失が生じた場合、その損失はバランスシートでは負債の減額として認識され、自己資本である surplusがcapital paid-in未満に削減されることはない。その結果、損失が生じても「surplus = capital paid-in」という等式は常に成り立つ。また、この負債勘定に計上されたマイナス値は、将来の国庫納付金の減額という形で取り崩される。つまり負債側にある“Interest on Federal Reserve notes due to U.S. Treasury”のマイナス値は「繰延資産」(deferred asset)としての機能を持つ。結局、どんなに損失が生じても、FRSの場合、自己資本が毀損され債務超過に陥ることは会計ルール上、想定されない。

一方、日本銀行の場合、FRSのような「剰余金=拠出資本」という会計ルールはなく、バランスシートの負債に“Interest on Federal Reserve notes due to U.S. Treasury”(国庫納付金未払い金)に相当する項目もない。日本銀行の国庫納付金が税に近い性格を持つことを踏まえれば、FRS同様、日本銀行も税効果会計(tax allocation accounting)に類似する考え方を当てはめることが自然と思われる。その場合、出口で生じる日本銀行の損失の大半は(自己資本ではなく)負債の減額(繰延資産)という形で認識される。

もちろん繰延資産が会計上、容認されるためには、近い将来に課税所得(日本銀行の場合には国庫納付金)が生じるという「回収可能性」が重要な前提となる。一方、この前提が

<sup>39</sup> Carpenter, Ihrig, Klee, Quinn and Boote (2013), pp.10-12 参照。なお、FRSと同様、損失を繰延資産の計上という形で認識する中央銀行にはチェコ国立銀行がある。

<sup>40</sup> 2011年1月1日以前は、(毎日ではなく)年末時点でこの等式を成り立たせるルールであった。

QQEからの出口で確実に満たされる保証があるわけではない。仮に回収可能性の前提が妥当性を欠き、繰延資産としての認識が難しくなるようであれば、日本銀行の損失は自己資本の毀損という形をとることになる。

## 2.6. 損失補償規定を巡る新日本銀行法と旧日本銀行法の差異

仮に、損失が繰延資産ではなく自己資本の毀損として認識され、かつその毀損額が累増した場合、立法面での課題が浮上する。すなわち、1998年4月に施行された新日本銀行法には政府による損失補償規定がない。これに対して、1942年に制定された旧日本銀行法では政府による損失補償規定があった。具体的には、準備金や特別準備金を使ってもなお各年度に生じた損失を補填するのに不足する場合、政府はその不足額を補給しなければならないとされていた<sup>41</sup>。当時は税効果会計の考え方が未発達であったこともあり、旧日本銀行法は損失を繰延資産の計上ではなく自己資本(準備金)の毀損という形で認識する姿勢にあった。そうした会計姿勢の下、旧同法では損失補償規定は必然であった。

現行の新日本銀行法で損失補償規定が削除された一つの背景として、新日本銀行法が日本銀行に独立性(法律上の表記は「自主性」(autonomy))を付与したことが挙げられる<sup>42</sup>。例えば、同法第3条第1項は「日本銀行の通貨及び金融の調節における自主性は、尊重されなければならない」として「政策の自主性」を認めると同時に、同法第5条第2項は「この法律の運用に当たっては、日本銀行の業務運営における自主性は、十分配慮されなければならない」として「業務運営における自主性」も明記している。これとは反対に、日本銀行の独立性(自主性)を認めない代わりに政府による損失補償を規定したのが、上述の旧日本銀行法であった。

確かに、政策や業務運営において自主性が与えられた以上、日本銀行が損失を出したと

<sup>41</sup> 旧日本銀行法第40条は「前条第一項ノ準備金及同条第二項ノ規定ニ依ル準備金中損失ノ補填又ハ配当ニ充ツベキ金額ヲ使用スルモ猶日本銀行ノ毎事業年度ニ於ケル配当シ得ベキ剰余金額ガ政府以外ノ出資者ノ払込出資金額ニ対シ年四分ノ割合ニ達セザルトキ(剰余金額ナキトキ及損失ヲ生ジタルトキヲ含ム)ハ政府ハ之ニ達セシムベキ金額ヲ補給スベシ」、つまり、政府以外の出資者に対して年4%の配当を日本銀行が払えない場合、不足額を政府が補給するとしていた。ただし同条は1947年の法改正で削除され、それに代わる新たな損失補償規定として、「準備金並びに特別準備金の金額を使用しても、なお毎事業年度に生じた損失を填補するに不足する場合には、政府は、その不足額に相当する金額を補給しなければならない」という附則が加わった。

<sup>42</sup> 新日本銀行法において「独立性」ではなく「自主性」という言葉が使われた背景として、憲法における行政権の扱いに対する内閣法制局の見解が影響したとされる。すなわち憲法第65条により、行政権は内閣に属する。中央銀行にいくら独立性を認めるにしても、憲法上の規定から独立ではありえない。したがって「独立性」という言葉自体が憲法に反しており、「自主性」という言葉を使うべきであるというのが、当時の内閣法制局の見解であった。1989~94年に日本銀行総裁を務めた三重野(2000)、104-109頁を参照。

してもそれは自己責任である、というのは分かりやすい。しかし一方で、日本銀行の剰余金は法定準備金の積み立てと出資金への配当を除いて全額、国庫に納付される。「収益は国庫に納付、損失は自己責任」という非対称な扱いを和らげる必要性を立法面に見出すことができる。

ただし、そのような立法面の対応が強い政治的摩擦を伴うことは容易に想像される。何せ毎年数兆円もの利子が日本銀行から銀行などに支払われる中での日本銀行への税金注入となれば、野党に限らず与党からも批判が出ておかしくない。損失を自己資本の毀損として認識する場合、QQEからの出口策は、国民負担につながる可能性があるという意味で財政問題であり、同時に、損失補償規定を巡って立法面の対応が求められる可能性があるという意味で政治問題でもある。つまり出口に達した段階で、QQEは金融政策としてのみの位置づけではなくなる。

一方、このような立法面での対応を避けるとすれば、先に触れた会計的な対応、すなわち損失を繰延資産として認識する制度環境を整える必要がある。実際、FRSは、2015年12月に利上げを始める前に、“Interest on Federal Reserve notes due to U.S. Treasury”という負債勘定で損失を認識するルールを導入していた。

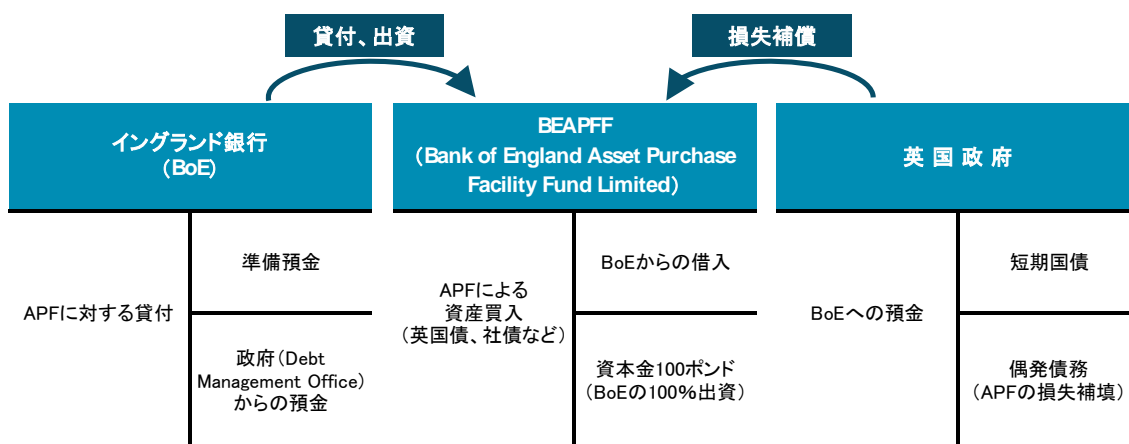
日本銀行の損失リスクが足枷となって、取られるべき政策がとられなかったり遅れたりすれば、そのコストは広く国民に及ぶ。とりわけQQEからの出口策が日本銀行の財務に負荷をかける可能性が高いことを踏まえると、損失補償規定がない状態での出口策が *too little, too late* となるリスクは無視できない。損失の認識方法や損失補償規定のあり方など、出口に関わる制度設計に関して具体的な議論が求められる。

なお、政府による損失補償制度の今日的な例として英国を見ておこう。英国でも量的緩和策がとられたが、日本銀行、FRS、ECBとの違いは中央銀行であるBoEが直接、資産を買ったわけではないということである。英国の量的緩和は2009年1月に始まったが、このとき「資産買取ファシリティ」(APF: Asset Purchase Facility)が設立された<sup>43</sup>。このAPFを通じて、BoEは資産の買入れを進めた。ところが、APFが買入れた資産はBoEのバランスシート上には存在しない。APFの取引を司るのはBoEの100%子会社(資本金100ポンド)であるBEAPFF (Bank of England Asset Purchase Facility Fund Limited)であり、APFによって買入れた資産はこのBEAPFFのバランスシートに計

<sup>43</sup> APFの詳細についてはBoE<<http://www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/apf/default.aspx>>(Accessed on March 19, 2018)を参照。

上される(図3-9)。一方、BoEは資産買入のための資金をBEAPFFに貸し付ける。そのため、BoEのバランスシートに載るのはAPFへの貸付であって、APFで買った資産ではない。また、BoEはBEAPFFの100%株主であるが、BEAPFFの損失はBoEではなく政府によって全額補填される(indemnified by the Government)。したがってAPFで損失が生じてもBoEの自己資本は傷つかない。この点について、斉藤(2014)は「通貨の発行主体である中央銀行のバランスシートを守ることの重要性をイギリスの場合は重視しているということなのであろう」と述べている<sup>44</sup>。さらに、政府による損失補償の対象をBoE本体ではなく、BoEの子会社であるBEAPFFにすることで、中央銀行の独立性と政府による損失補償とのバランスも(少なくとも形式上は)とられている<sup>45</sup>。他国にとって汎用性の高い制度設計ではないかもしれないが、金融政策に関わる損失を全額補償するという英国政府の姿勢は、日本にとっても参考になるであろう。

図3-9 英国の資産買取ファシリティ(APF)の概略



(出所) イングランド銀行 <<http://www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/apf/default.aspx>> (Accessed on March 19, 2018) を参考に筆者作成。

<sup>44</sup> 斉藤 (2014)、143 頁。

<sup>45</sup> BoE が独立性を法的に確立したのは 1998 年イングランド銀行法である。同年に施行された新日本銀行法も日本銀行に独立性 (政策の自主性、業務運営の自主性) を付与した。二つの中央銀行が 1998 年という同一年に施行された法律で独立性を得たことは興味深い。

### 第3節 金融政策と国債管理政策の溶融

#### 3.1. QQEの前提としての財政健全化

前節では、QQEからの出口策の障害となりうる要因として、日本銀行の財務の毀損リスクおよび損失を巡る立法面の課題（政府による損失補償）と会計面の課題（損失の認識方法）を検討した。ただし、出口に関わる課題はもう一つある。それは、金融政策が国債管理政策（debt management policy）に取り込まれるケースである<sup>46</sup>。いわば金融政策と国債管理政策の溶融である。

もちろん日本銀行はそのようなリスクを事前に排除しようとしている。日本銀行が「物価安定の目標」を導入した2013年1月22日、政府と日本銀行は『デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について』という共同声明を発表した<sup>47</sup>。そこでは、日本銀行は総合CPI前年比2%という「物価安定の目標」を導入する一方、政府は持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に進める、と明記されている。つまり、財政健全化を進めることが物価安定の目標を導入する上での前提であり、その前提の下、同年4月、日本銀行はQQEを導入した。

財政健全化が進まない中で金融緩和を推し進めた場合、第1に、金融政策が財政ファイナンスと解釈されることで金利が上がるリスク、第2に、金融政策が国債管理政策に取り込まれることで出口を出るべきときに出られなくなるリスクが浮上する。上述の政府・日本銀行の共同声明は、こうしたリスクを事前に排除しようという考えから作成されたものといえる。

#### 3.2. プライマリー・バランスと債務残高の関係

政府・日本銀行の共同声明にあるように、政府は財政健全化の必要性を認識している。2015年6月30日、第3次安倍内閣（当時）は『経済財政運営と改革の基本方針2015』（いわゆる「骨太2015」）を閣議決定した<sup>48</sup>。そこでは「経済再生なくして財政健全化なし」

---

<sup>46</sup> 財務省は国債管理政策を「できるかぎり財政負担の軽減を図りながら、国債が国民経済の各局面において無理なく受け入れられるよう国債の発行、消化、流通及び償還の各方面にわたり行われる種々の政策」と定義している。財務省<<https://www.mof.go.jp/igbs/summary/policy.html>>（参照日：2018年3月16日）。

<sup>47</sup> 日本銀行<[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2013/k130122c.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130122c.pdf)>（参照日：2018年3月16日）。

<sup>48</sup> 内閣府<<http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/cabinet/2015/decision0630.html>>（参照日：2018年3月16日）。

という考えの下、2016～2020年度を対象期間とする「経済・財政再生計画」が策定された。

財政健全化については、①2020年度の財政健全化目標<sup>49</sup>(国・地方を合わせたプライマリー・バランスを2020年度までに黒字化、その後の債務残高をGDP比で安定的に引き下げ)を堅持、②改革努力のメルクマールとして2018年度のプライマリー・バランスの赤字幅をGDP比1%程度に圧縮、という2段階の目標設定がなされた。①を最終目標とすれば、②は中間目標といえる。この中間目標は骨太2015で初めて導入された。

プライマリー・バランスは税収から公債費以外の歳出を差し引いた値と定義され、基礎的財政収支とも呼ばれる。政府の税収を $T$ 、公債費以外の歳出を $G$ 、債務残高を $B$ 、政府債務の名目実効金利を $i$ とすると、公債費は $i \cdot B$ 、公債金(純債券発行額)は $\Delta B$ となるため、政府の歳出は $G + i \cdot B$ 、歳入は $T + \Delta B$ となる<sup>50</sup>。ここでプライマリー・バランス $PB$ は

$$PB \equiv T - G$$

と定義される。 $G + i \cdot B = T + \Delta B$ であるため、

$$PB \equiv T - G = i \cdot B - \Delta B$$

となる。したがって、政府が目指すプライマリー・バランス黒字( $PB > 0$ )とは、税収が公債費以外の歳出を上回る状態( $T > G$ )、あるいは公債金(純債券発行額)が公債費未満に抑えられている状態( $i \cdot B > \Delta B$ )を指す。

政府の財政健全化の最終目標は「プライマリー・バランスを2020年度までに黒字化、その後の債務残高をGDP比で安定的に引き下げる」というものであった。なぜプライマリー・バランスの黒字化と債務残高GDP比の引き下げが関連するのであろうか。

この点を考える上で有用となるのが「ドーマー条件」である。名目GDPを $Y$ とすると、債務残高GDP比は $B/Y$ と表される。このとき、 $B/Y$ を引き下げるための必要十分条件は

$$\Delta \left( \frac{B}{Y} \right) < 0 \Leftrightarrow \frac{PB}{Y} > \frac{B}{Y} \left( i - \frac{\Delta Y}{Y} \right)$$

<sup>49</sup> この目標は2013年8月8日に第2次安倍内閣(当時)が閣議了解(閣議決定ではない)した『当面の財政健全化に向けた取組等について—中期財政計画』に基づく。

<sup>50</sup> 本来、公債費には債務の利払いと元本償還の両方が含まれるが、ここでの公債費 $i \cdot B$ には利払いのみが含まれる。一方、公債金 $\Delta B$ は償還を差し引いた純債券発行額であるため、歳出、歳入全体としては債務の利払いと元本償還が考慮されている。なお、日本銀行国庫納付金など税収や公債金以外の歳入はここでは考慮しない。



として得られる。これがドーマー条件である<sup>51</sup>。

ここで仮に長期金利と名目 GDP 成長率が等しい ( $i = \Delta Y/Y$ ) とすれば、ドーマー条件より

$$\Delta\left(\frac{B}{Y}\right) < 0 \Leftrightarrow \frac{PB}{Y} > 0$$

が得られる。つまりプライマリー・バランスの黒字化が債務残高 GDP 比を引き下げる必要十分条件となる。

しかし長期にわたって  $i = \Delta Y/Y$  が成り立つというのは強い仮定といえる。実際、1990年代初頭までは、日本では長期金利(10年国債利回り)が名目 GDP 成長率(前年比)を下回ることが多かった(図3-10)。これは、1947年施行の臨時金利調整法による預金金利規制<sup>52</sup>や1970年以降の日本銀行による預金金利の上限値のガイドラインなど、人為的低金利政策がとられていたことによる部分が多い。ところが金融の自由化が進んだ1990年代初頭以降は、長期金利が名目 GDP 成長率を上回るようになった。しかも、1990年代

<sup>51</sup> 債務残高 GDP 比  $B/Y$  について、

$$\Delta\left(\frac{B}{Y}\right) = \frac{\Delta B \cdot Y - B \Delta Y}{Y^2} = \frac{\Delta B}{Y} - \frac{B \Delta Y}{Y^2} \dots (3-6)$$

が得られる。また  $G + i \cdot B = T + \Delta B$  であるため、

$$\Delta B = -(T - G) + i \cdot B \dots (3-7)$$

となる。式(3-6)、(3-7)より

$$\begin{aligned} \Delta\left(\frac{B}{Y}\right) &= \frac{-(T - G) + i \cdot B}{Y} - \frac{B \Delta Y}{Y^2} \\ &= \frac{-(T - G)}{Y} + \frac{B}{Y} \left(i - \frac{\Delta Y}{Y}\right) \end{aligned}$$

となる。 $PB \equiv T - G$  という定義式から

$$\Delta\left(\frac{B}{Y}\right) = -\frac{PB}{Y} + \frac{B}{Y} \left(i - \frac{\Delta Y}{Y}\right) \dots (3-8)$$

が得られる。式(3-8)によって、プライマリー・バランス  $PB$  と債務残高  $B$  が関連付けられた。

ここから債務残高 GDP 比を引き下げるための必要十分条件は

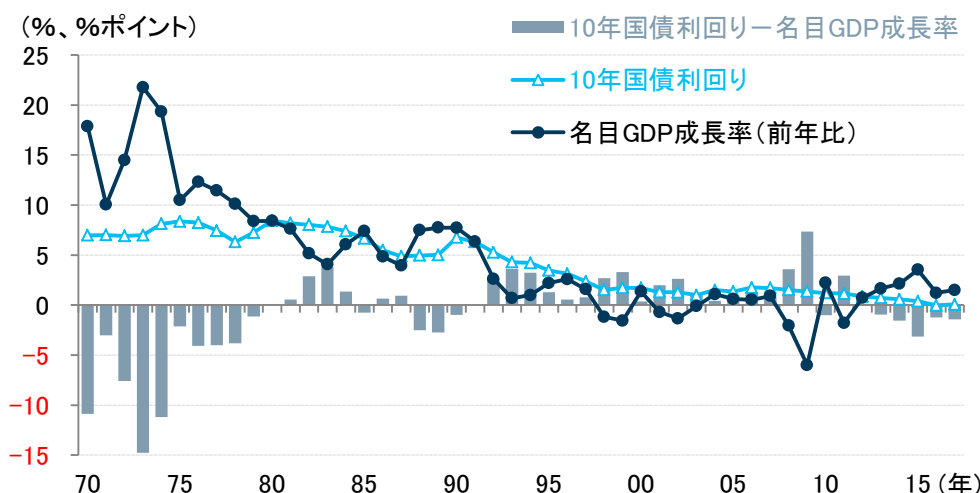
$$\Delta\left(\frac{B}{Y}\right) < 0 \Leftrightarrow \frac{PB}{Y} > \frac{B}{Y} \left(i - \frac{\Delta Y}{Y}\right) \dots (3-9)$$

となる。式(3-9)が本文で示したドーマー条件である。

<sup>52</sup> 貸出金利についても、1年未満の短期貸出金利は臨時金利調整法の規制対象であった。しかし、銀行は、借り手に歩積み・両建て預金を要求することで、実効的な貸出金利を事実上、調整できた。したがって、臨時金利調整法による貸出金利規制はそれほど実効的なものではなかったと考えられる。また、1年以上の長期貸出金利については、法的な規制は存在していなかった。この点は池尾(2001)、9頁参照。また、臨時金利調整法が制定された時代背景については、第1章第2節を参照。

未以降は日本がデフレに陥ったことで、名目 GDP 成長率がマイナスとなる局面も散見された。一方、名目金利には非負制約がある。こうした環境下、長期金利>名目 GDP 成長率という関係につながった。しかし今日では、再び長期金利が名目 GDP 成長率を下回っている。背景にあるのは、QQE による多額の国債買いオペ、およびそれに続く長短金利操作付き QQE の下での長期金利の直接的な抑制である。

図 3-10 名目金利と名目 GDP 成長率の関係



(注)「10年国債流通利回り」は1971年までは7年国債に基づく。1972年以降は競争入札による募入平均利回りを使用。  
(出所)財務省『国債及び国庫短期証券の入札結果』、内閣府『国民経済計算』より作成。

今後も大規模な金融緩和が続く限りは、長期金利が名目 GDP 成長率よりも抑えられる ( $i < \Delta Y/Y$ ) 可能性は高い。この場合、前出のドーマー条件より、債務残高 GDP 比 ( $B/Y$ ) を引き下げるための必要十分条件は

$$\frac{PB}{Y} > 0 > \frac{B}{Y} \left( i - \frac{\Delta Y}{Y} \right) \text{ あるいは } 0 > \frac{PB}{Y} > \frac{B}{Y} \left( i - \frac{\Delta Y}{Y} \right)$$

となる。つまり  $PB/Y > B/Y (i - \Delta Y/Y)$  でありさえすれば、プライマリー・バランスの正負に関わらず、 $B/Y$  は低下する。長期金利が抑えられることで、財政健全化のハードルが下がる様子を見て取れる。

しかし、出口では長期金利が名目 GDP 成長率を上回る ( $i > \Delta Y/Y$ ) ことも想定される。この場合、 $B/Y$  を下げるための必要十分条件は、同じくドーマー条件より

$$\frac{PB}{Y} > \frac{B}{Y} \left( i - \frac{\Delta Y}{Y} \right) > 0$$

となる。つまりプライマリー・バランスを黒字にするだけでは不十分であり、その黒字幅が  $\frac{PB}{Y} > \frac{B}{Y} \left( i - \frac{\Delta Y}{Y} \right)$  となるまで拡大しないと、 $\frac{B}{Y}$  は下がらない。これは、長期金利が名目 GDP 成長率を上回ると、財政健全化のハードルが高まることを意味する。

このようにドーマー条件を求めることで、財政健全化のハードルの高さが長期金利と名目 GDP 成長率の大小関係に左右されることが示される。日本銀行が出口策をとる中で「長期金利 > 名目 GDP 成長率」となれば、財政健全化 ( $\frac{B}{Y}$  の引き下げ) のハードルは高まる。一方、出口策が必要な局面でも、敢えて出口策を遅らせて金融緩和を継続することで「長期金利 < 名目 GDP 成長率」という状況を作り出せば、財政健全化のハードルは下がる。ここにこそ、出口で政府が金融政策を国債管理政策に取り込むインセンティブがあり、かつ、そうした政府の行動が出口策の障害となるリスクがある。

### 3.3. 財政健全化目標

では現与党である自民党は財政健全化についてどのような議論をしてきたのだろうか。民主党(当時)が政権をとり、自民党が野党に転落した2009年以降の展開を振り返っておこう。

2009年8月の衆議院選挙で政権をとった民主党の政策を、野党となった自民党はバラマキと批判した。その上で自民党は2010年および2011年に「財政健全化責任法案」を議員立法という形で国会に提出した<sup>53</sup>。同法案は

- ・2021年度以降の各年度末における国および地方の債務残高 GDP 比を安定的に引き下げ(第5条第1項)
- ・2020年度までを目途に国および地方のプライマリー・バランスを黒字化。そのために遅くとも2015年度までにプライマリー・バランス赤字を GDP 比で2010年度から半減(第5条第2項)
- ・目標および中期計画と整合性のとれた予算の作成(第7条第1項)
- ・新たに予算を伴う施策を実施する際には経費を上回る財源を安定的に確保するペイ・アズ・ユー・ゴー原則を適用(第7条第2項)

<sup>53</sup> 自民党 <[https://www.jimin.jp/policy/policy\\_topics/pdf/seisaku-001.pdf](https://www.jimin.jp/policy/policy_topics/pdf/seisaku-001.pdf)> (参照日: 2018年1月21日)。

などを内容としている。このうち1点目と2点目の財政健全化目標が、その後の骨太の方針2015などに見る政府の財政健全化目標につながった。

この財政健全化責任法案と並んで、当時の自民党の財政健全化に向けた姿勢を映し出す文書が、同党が2012年4月に決定した「日本国憲法改正草案」である<sup>54</sup>。自民党は、この改正草案の第83条で「財政の基本原則」を掲げ、同条第2項に「財政の健全性は、法律の定めるところにより、確保されなければならない」と明記した。草案とは言え、財政の健全性を憲法上の価値と認識したのは、憲政史上これが初めてである。また自民党は「法律の定めるところにより」という箇所について、同党が国会提出した上記の「財政健全化責任法案」のような法律で規定することになると説明した。

こうした流れの中、同年8月、当時、野党であった自民党と公明党は、与党民主党との三党合意に基づいて「社会保障と税の一体改革」関連法を成立させた。この関連法の一つである「税制抜本改革法」<sup>55</sup>において、2014年4月と2015年10月の消費税率引き上げが規定された<sup>56</sup>。

さらに同年12月の衆議院選挙における公約で、自民党は「①2015年度には国・地方のプライマリー・バランス赤字の対GDP比を2010年度比半減、②2020年度までを目途に国・地方のプライマリー・バランスを黒字化、③2020年代初めには国・地方の債務残高GDP比を安定的に引き下げる」<sup>57</sup>という形で財政再建目標を掲げた。この公約を掲げて、自民党は民主党から政権を奪還し、その時発足した第2次安倍内閣(当時)の下でアベノミクスが始まった。

翌2013年8月、安倍内閣は「当面の財政健全化に向けた取り組み等について－中期財政計画－」<sup>58</sup>を閣議了解した。この中期財政計画でも、上記2012年の衆院選公約に沿う形で財政再建目標が示された。同時に、この計画がその後の骨太2015の基礎となっている。しかも同年9月、サンクトペテルブルクで開かれたG20サミットで、日本政府はこの

---

<sup>54</sup> 自民党<[https://www.jimin.jp/policy/policy\\_topics/pdf/seisaku-109.pdf](https://www.jimin.jp/policy/policy_topics/pdf/seisaku-109.pdf)> (参照日:2018年1月21日)。

<sup>55</sup> 正式名称は「社会保障の安定財源の確保等を図る税制の抜本的な改革を行うための消費税法の一部を改正する等の法律」。

<sup>56</sup> ただし2014年11月18日、安倍首相は2015年10月に予定されていた消費税率引き上げを2017年4月まで先送りし、そのことについて国民の信を問うため同月21日に衆議院を解散した。その後の2016年6月1日、安倍首相は2017年4月に予定されていた消費税率引き上げを2019年10月までさらに2年半、先送りすると記者会見で述べた。

<sup>57</sup> 自民党『J-ファイル2012 総合政策集』<<https://www.jimin.jp/policy/pamphlet/>> (参照日:2018年6月21日)、49頁参照。

<sup>58</sup> 内閣府<<http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/cabinet/2013/chukizaisei.html>> (参照日:2018年6月21日)。

中期財政計画を提出・報告した。これが、しばしば財政健全化は国際公約だとされる所以である。

①自民党が国会に提出した「財政健全化責任法案」、②財政健全化を初めて憲法上の価値と認めた同党の「日本国憲法改正草案」、③三党合意に基づく「税制抜本改革法」、④2012年衆議院選挙の公約で示した「財政再建目標」、⑤第2次安倍内閣(当時)として閣議了解した「中期財政計画」、⑥G20サミットでの「中期財政計画」の公式な報告、という6つの段階を経て、政府・自民党の財政健全化姿勢は今日に受け継がれている。

問題は財政健全化の実現性であるが、現状では低いと判断される。しかも政府も同様の見方にある。ポイントは2点ある。

第1に、内閣府のプライマリー・バランス見通しである。内閣府は2002年以降、毎年、国・地方のプライマリー・バランスの中長期見通しを発表している<sup>59</sup>。プライマリー・バランス黒字化目標の対象年である2020年度を含む見通しは、2009年から発表されている。その2009年時点の見通し発表以降、内閣府は国・地方のプライマリー・バランスが2020年度に黒字化するという見通しを発表したことはない(図3-11)。

第2に、財政健全化に対するコミットメントである。現行の財政健全化計画は閣議了解に基づいており、法的なコミットメントはない。しかし、野党時代の自民党は財政健全化を立法レベルで扱おうとした。上述のとおり、自民党は2010年、2011年に財政健全化責任法案を国会に提出した。翌2012年には、日本国憲法改正草案を決定し、そこで「財政の健全性は、法律の定めるところにより、確保されなければならない」(第83条第2項)<sup>60</sup>とまで書き込んだ。つまり、財政健全化は法律レベルで扱うという条文を憲法に書き込むことまで当時の自民党は求めていた。ところが安倍首相は2015年3月13日、財政再建にすでにコミットしていることを理由に、財政健全化責任法案はもはや必要ないとした<sup>61</sup>。

しかし、コミットメントという点において、閣議了解あるいは政府計画が憲法や法律よりも強いとはいえない。財政健全化に向けたコミットメントが立法レベルでなされてい

---

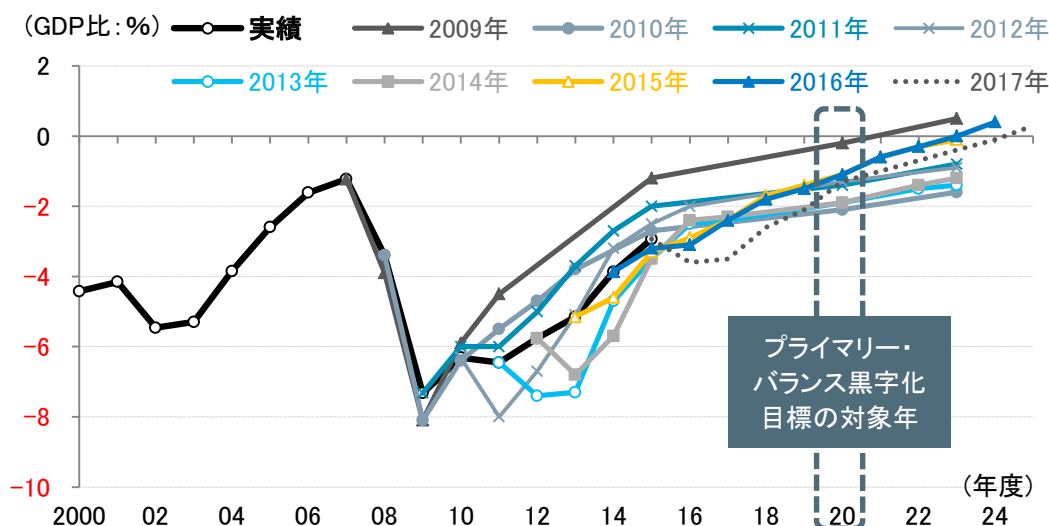
<sup>59</sup> 内閣府<<http://www5.cao.go.jp/keizai2/keizai-syakai/shisan.html>>(参照日:2018年1月21日)。

<sup>60</sup> 自民党<[https://www.jimin.jp/policy/policy\\_topics/pdf/seisaku-109.pdf](https://www.jimin.jp/policy/policy_topics/pdf/seisaku-109.pdf)>(参照日:2018年1月21日)。

<sup>61</sup> 2015年3月13日の衆議院予算委員会における維新の党所属(当時)の今井雅人議員(2016年、当時の民主党と合流する形で民進党を結成、2017年には希望の党に転籍)に対する安倍首相の答弁<[http://www.shugiin.go.jp/internet/itdb\\_kaigiroku.nsf/html/kaigiroku/001818920150313\\_017.htm](http://www.shugiin.go.jp/internet/itdb_kaigiroku.nsf/html/kaigiroku/001818920150313_017.htm)>(参照日:2018年1月22日)。

いところに、財政健全化の難しさを読み取ることができる<sup>62</sup>。

図 3-11 国・地方のプライマリー・バランス（実績と政府見通し）



(注) 1. プライマリー・バランス＝貯蓄投資差額－（受取利子－支払利子）  
 2. 各年で示されたデータは、その年に発表された内閣府によるプライマリー・バランス見通しを表す。ただし2009年は「世界経済順調回復シナリオ」、2010～12年は「成長戦略シナリオ」、2013～2017年は「経済再生ケース」（復旧・復興対策の経費および財源の金額を含むベース）を使用。  
 (出所) 内閣府『国民経済計算』、内閣府『経済・財政の中長期試算（各年版）』より作成。

### 3.4. 中央銀行のLLR機能とMMLR機能

財政健全化が実現性を欠く中、金融政策が国債管理政策など政府の財政行動に取り込まれるリスク、すなわち財政従属<sup>63</sup>のリスクは払拭されていない。財政従属が実現した場合、日本銀行は政府に対する最後の貸し手機能（LLR：lender of last resort）、あるいは国債に対する最後のマーケット・メーカー機能（MMLR：market maker of last resort）を担

<sup>62</sup> 立法レベルで財政健全化にコミットした内閣として橋本龍太郎内閣（1996年1月11日～1998年7月30日）が挙げられる。1997年11月、同内閣は「財政構造改革法」（財政構造改革の推進に関する特別措置法）を施行した。同法では、①2003年度までに国・地方の財政赤字をGDP比3%以下に抑制、②赤字国債の毎年の発行額を縮減し2003年度までにゼロ、③2003年度の公債依存度（＝国債発行額／一般会計歳出額）を1997年度より抑制、などの数値目標が含まれた。ところが1997年は、金融機関の破綻（山一証券、三洋証券、北海道拓殖銀行、徳陽シティ銀行など）、それによる国内金融システム不安、さらにはアジア通貨危機などが重なった。そのため橋本内閣の跡を継いだ小淵内閣（1998年7月30日～2000年4月5日）は1998年12月、同法の条文のほとんどを停止する「財政構造改革法停止法」（財政構造改革の推進に関する特別措置法の停止に関する法律）を制定した。橋本内閣を最後に、財政健全化に立法レベルでコミットした内閣はない。

<sup>63</sup> 序章注39に示したように、受動的な金融政策と能動的な財政政策の組み合わせを財政従属あるいは財政支配と呼ぶ。

うことになる。

中央銀行の LLR 機能を最初に規定したのは、1861~1877年に英国エコノミスト誌の編集長を務めたウォルター・バジヨット (Walter Bagehot, 1826-1877) である。バジヨットは恐慌を食い止めることを目的として、中央銀行が担うべき LLR 機能を以下の4つの原則で表した。

- ① 恐慌期には中央銀行は流動性を自由に貸し出す (lend freely) べきである
- ② 貸出対象は支払能力があるものの流動性不足に陥った (solvent but illiquid) 金融機関に限る
- ③ このような貸出は非常に高いペナルティ金利 (at a penalty interest rate) のみで実施されるべきである
- ④ 優良な資産を担保にとらなくてはならない (against good assets)

これらの原則はしばしば「バジヨット・ルール」ないし「バジヨットの原則」(Bagehot's dictum) と呼ばれる。

ただし、Bagehot (1873) 自体は LLR 機能をこのような4つの原則という形で記述しておらず、また貸出対象を「solvent but illiquid」な金融機関に絞るという原則も明記してはいない。後の研究者がバジヨットの理論をバジヨット・ルールという形でまとめたものが、バジヨット自身が設定した原則と認識されるようになったと推察される<sup>64</sup>。

中央銀行の LLR 機能には、理論によって生み出された科学知というよりも、歴史によって生み出された経験知という側面がある。したがって、歴史の流れとともに LLR 機能も変容してきた。バジヨット・ルールも実際の適用に当たって修正が図られている。

例えば、日本銀行では LLR 機能を担うに当たって、満たされるべき4つの原則を規定している<sup>65</sup>。その4つの原則は、1999年5月14日の日本銀行政策委員会の議決に基づくものであり、以下を指す。

- 原則1：システミック・リスクが顕現化する恐れがあること
- 原則2：日本銀行の資金供与が必要不可欠であること
- 原則3：モラル・ハザード防止の観点から、関係者の責任の明確化が図られるなど適切な対応が講じられること
- 原則4：日本銀行自身の財務の健全性維持に配慮すること

<sup>64</sup> Bagehot (1873) とバジヨット・ルールとの関係については序章注29を参照。

<sup>65</sup> 日本銀行<[https://www.boj.or.jp/announcements/release\\_1999/giji99056.htm/](https://www.boj.or.jp/announcements/release_1999/giji99056.htm/)> (参照日：2018年1月22日)。

また日本銀行は、これら4つの原則を運用する際の具体的な考え方も示している<sup>66</sup>。「原則1」に関しては、以下の3点に該当すると判断される場合が挙げられる。①金融システムを巡る環境等から判断して、当該金融機関が預金払戻し等を停止することにより、預金者等の不安心理を高め、他の金融機関に対する預金取付け等の波及が懸念されること。②金融機関相互間の取引の状況等からみて、当該金融機関が支払不能となることにより、他の金融機関の支払も困難となる等、支払不能の連鎖が懸念されること。③金融機関等の支払不能により、各種市場での取引が約定通り履行されないことの結果、内外市場の著しい混乱や市場機能の大幅な低下が懸念されるとともに、それらを通じて、支払不能の連鎖が懸念されること。

「原則2」は、次の3点に全て該当すると判断される場合を指す。①流動性の供給を必要とする当該金融機関等が資金調達について自ら最大限努力してもなお、資金が不足すると見込まれること。②他の金融機関等による支援その他の民間の枠組みによる対応も困難であること。③預金保険機構による資金の貸付けなど他の公的枠組みによる対応も困難であること。

「原則3」については、次の2点が講じられる見込みであることが挙げられる。①経営破綻等に関して責任を負うべき経営陣の退任等その責任が明確化される見込みであること。②資本金、出資金の損失への充当等、株主、出資者の責任が明確化される見込みであること。

「原則4」は次の3点について十分配慮することを意味する。①明白に回収不能なケースについての損失補填ではなく、回収可能と見込み得る事由が存在すること。②資本性の資金の供与ではなく流動性の供給を基本とすること。③損失発生の可能性に備える観点から、個別案件ごとに必要に応じて貸倒引当金を積立てることにより、中央銀行として信認の維持を図ることが可能なだけの財務内容を維持すること。

しかし、これら4原則が議決された1999年以降も、LLR機能の変容は続いた。とりわけ「原則1」が想定するシステムック・リスクのあり方が多様化した。バジヨット・ルールが想定する古典的なシステムック・リスクは、ある銀行に対する「預金取り付け」(bank run)が、預金者の不安心理の拡散すなわち「協調の失敗」(coordination failure)によって、本来健全である他の銀行にも波及し、その結果、多くの銀行が「資金流動性」(cash

---

<sup>66</sup> 同上。



liquidity、funding liquidity) <sup>67</sup>の収縮に直面する姿を想定していた。この場合は、中央銀行が貸出（いわゆる特融）という形で LLR 機能を発揮することで、預金者の不安心理を鎮め、システミック・リスクの沈静化に貢献できる。

これに対し、2007年夏に始まった世界金融危機（GFC：global financial crisis）におけるシステミック・リスクは様相を異にした <sup>68</sup>。米国のサブプライム住宅ローン問題の影響が広がるにつれ、米欧の銀行間市場では、資金に対する予備的需要やカウンターパーティ・リスクが高まり、取引相手が少なくなった。その結果、市場流動性 <sup>69</sup>が枯渇し、当該資産を保有していた金融機関は短期資金の調達のため、相対的に安全性の高い資産の売却も余儀なくされた。その結果、安全性の高い資産でも市場流動性が低下した。これが、市場流動性が多くの資産で連鎖的に低下する「市場取り付け」（market run）と呼ばれる現象である。上述した預金取り付けと異なり、市場取り付けを背景とするシステミック・リスクの場合、中央銀行による貸出（特融）による古典的な LLR 機能は十分な問題解決につながらない。

しかも一旦、市場取り付けが起きると、市場の価格発見機能が毀損される。この状態を放置すれば、市場流動性は下がる一方となる。価格発見機能をできるだけ早期に復元するため、主要中央銀行は金融・資本市場での資金の取り手に対して、直接、流動性を供給する策を採用した。例えば、FRS は、2008年9月のリーマンブラザーズの破綻後、CPの発行体やABS保有者への資金の貸出を行った。日本銀行も、世界金融危機の直撃を受けた大企業が主に資金調達手段とするCPや社債の市場流動性の急落に対処するため、CP、ABCP、社債の買いオペを行った。このように、市場流動性の下がった金融資産の保有者や発行体（非金融法人を含む）への貸出あるいは当該資産の買いオペという形で、中央銀行は流動性を供給した。これはしばしば「信用緩和」（credit easing）と呼ばれる。同時に、信用緩和を通じて、中央銀行は事実上、マーケット・メーカーとしての機能も担った。これが中央銀行のMMLR機能である（表3-4）。

このMMLR機能は、それ自体は金融システム政策（プルーデンス政策）という性格を

<sup>67</sup> 資金流動性とは、支払いに充てる資金を持っているかどうかという意味での流動性であり、特定の主体に対する（institution-specific）概念である。資金流動性は手持ちの現預金の多寡、外部からの資金借入能力、売却可能な流動性資産の保有量、などに規定される。白川（2008）、306頁を参照。

<sup>68</sup> 本節の以下の議論は雨宮（2012）、中曾（2013）などに基づく。

<sup>69</sup> 第2章注57に示したように、市場流動性とは、保有している資産を市場で成立している価格で直ちに売却できるかという意味での流動性を指す。前出の資金流動性が特定の主体に対する概念であるのに対し、市場流動性は特定の資産に対する（asset-specific）概念である。

持つが、信用緩和という観点からは金融政策という色合いも帯びる(図3-12)。中央銀行がMMLR機能を担うことで、金融政策と金融システム政策との境界が不明瞭になってきている<sup>70</sup>。

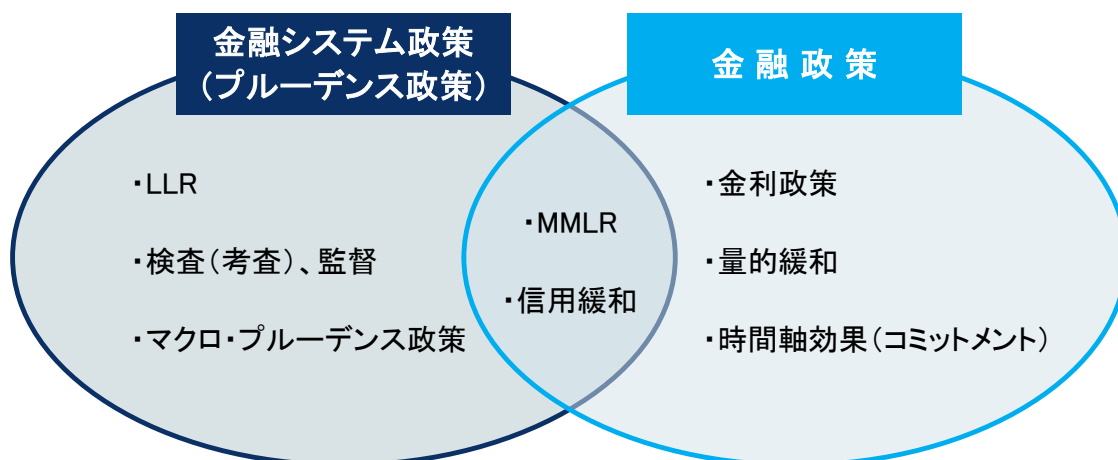
表3-4 預金取り付け(Bank Run)と市場取り付け(Market Run)

	預金取り付け (Bank Run)	市場取り付け (Market Run)
流動性の低下	<ul style="list-style-type: none"> <li>・預金者間の「協調の失敗」</li> <li>・銀行の「資金流動性」の収縮</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・市場参加者間の「協調の失敗」</li> <li>・特定の金融資産の「市場流動性」の低下</li> <li>・「市場流動性」の低下をきっかけとして金融機関の「資金流動性」も収縮</li> </ul>
影響拡大のメカニズム	<ul style="list-style-type: none"> <li>・預金の「同質性」に伴う心理的連想</li> <li>・銀行間取引を通して連鎖</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・市場流動性と資金流動性の相乗的収縮</li> <li>・金融資産間の「共変性」を通じて金融資本市場参加者全体に連鎖</li> </ul>
問題の特定	<ul style="list-style-type: none"> <li>・資金流動性不足の主体の特定が相対的に容易</li> <li>・金融機関の貸出の焦げ付きなどソルベンシーの問題が相対的に把握しやすい</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・市場参加者の範囲が広く、資金流動性不足の主体の特定が困難</li> <li>・資産価格の変動に伴いソルベンシーが急激に変化</li> </ul>
中央銀行の役割	<ul style="list-style-type: none"> <li>・貸出(特別融資)による相対取引 ⇒最後の貸し手機能(LLR)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・当該金融資産の保有者や発行体(非金融法人を含む)への貸出による相対取引</li> <li>・当該金融資産を対象とする買いオペによる市場取引 ⇒最後のマーケット・メーカー機能(MMLR)</li> </ul>

(出所) 雨宮(2012)の図表3および中曾(2013)の図表1に筆者が一部加筆して作成。

<sup>70</sup> 雨宮(2012)は、日本銀行のLLR機能とMMLR機能について「LLRは金融政策決定会合ではなく政策委員会の通常会合で決定するが、CPや社債の買入れは金融政策決定会合で決めた」と述べている。雨宮(2012)、2頁を参照。

図 3-12 金融政策と金融システム政策(プルーデンス政策)



(出所) 雨宮(2012)の図表5に筆者が一部加筆して作成。

その後、問題は欧州債務危機に移った。ギリシャでは2009年10月に誕生した新政権が、旧政権による財政統計の操作を明らかにし、2008年の財政赤字(GDP比)を当初推計の5%から7.7%に、2009年に至っては3.7%から12.5%に大幅に上方修正した<sup>71</sup>。これを機にギリシャ国債の格下げが相次いだ。これが市場参加者間の協調の失敗を誘発し、欧州債務危機へとつながった。システミック・リスクの主体が銀行や非金融法人ではなく政府、その対象が預金やリスク資産ではなく国債であったという点で、欧州債務危機は日本の不良債権問題や、米国に端を発する世界金融危機(GFC)と異なった。

その結果、ユーロ圏の中央銀行であるECBの対応も変容を迫られた。国債は政府という単一の発行体によって発行される。そのため、政府に対するLLR機能と国債に対するMMLR機能の識別は容易ではない。しかも、多くの場合、中央銀行による国債引き受けは原則、法律で禁じられており、ECBも例外ではない<sup>72</sup>。つまり、ECBが政府に対して

<sup>71</sup> 2009年については、その後の景気悪化を受けて、13.6%にさらに上方修正された。

<sup>72</sup> 欧州連合(EU)では、「欧州連合の機能に関する条約」(TFEU)第123条第1項が“Overdraft facilities or any other type of credit facility with the European Central Bank or with the central banks of the Member States (hereinafter referred to as “national central banks”) in favour of Union institutions, bodies, offices or agencies, central governments, regional, local or other public authorities, other bodies governed by public law, or public undertakings of Member States shall be prohibited, as shall the purchase directly from them by the European Central Bank or national central banks of debt instruments.”としており、ECBやユーロ圏の各国中央銀行による国債引き受けを禁じている。EUR-Lex <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=celex:12012E/TXT>>(Accessed on January 25, 2018)を参照。日本の場合、序章注30で示したように、財政法第5条が「すべて、公債の発行については、日本銀行にこれを引き受けさせ、又、借入金の借入については、日本銀行からこれを借り入れてはならない。但し、特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りでない」として、

直接的に LLR 機能を担うことは違法である。ただし国債市場の流動性の低下を放置すると、他国の国債市場への波及や実体経済活動の萎縮を招く恐れがあり、ECB としても何らかの対応を求められた。

そこで ECB は、2010 年 5 月に証券市場プログラム (SMP : securities markets programme) による周縁国の国債の買入れ、2011 年 12 月と 2012 年 2 月に 3 年満期の長期リファイナンス・オペ (LTROs : longer-term refinancing operations) による周縁国の金融機関に対する無制限の資金供給、さらに 2012 年 9 月には短・中期国債の買い切りオペ (OMT : outright monetary transactions) を導入し満期 1~3 年の国債の無制限買入れにコミットした (なお OMT の導入に伴い SMP は終了した)<sup>73</sup>。このうち、SMP や OMT は、政府に対する LLR 機能が禁じられる中、ECB が国債に対する MMLR 機能を担った苦肉の策といえる。国債を対象にした ECB の MMLR 機能は、1990 年代の国内金融システム問題に直面したときの日本銀行や、2007 年以降の世界金融危機における FRS も経験しなかった中央銀行の新しい機能であった (図 3-13)。

ただし LLR 機能あるいは MMLR 機能という点では、今後、日本銀行がさらに新たな領域に入り込む可能性がある。きっかけは次節で見る財政従属である。財政従属とは、政府の財政行動が中央銀行の金融政策を左右する状況を指す。MMLR 機能を背景に、すでに金融政策と金融システム政策との境界が不明瞭になりつつあるが、財政従属に陥ると、国債管理政策との境界も不明瞭になる。

---

日本銀行による国債の引き受けを原則、禁じている。米国では、連邦準備法 (Federal Reserve Act) の “Section 14. Open Market Operations” の “2. Powers (b)” が “1. (中略) Notwithstanding any other provision of this chapter, any bonds, notes, or other obligations which are direct obligations of the United States or which are fully guaranteed by the United States as to the principal and interest may be bought and sold without regard to maturities but only in the open market.” (下線筆者) としており、FRS による国債の売買は公開市場のみで許されている。つまり FRS は国債を発行市場で買入れる (引き受ける) ことはできない。FRB <<http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section14.htm>> (Accessed on January 25, 2018) を参照。

<sup>73</sup> OMT の買入れ対象は、欧州安定メカニズム (ESM : European Stability Mechanism) に支援の申請をし、財政の健全化を確約した国の国債に限られた。

図 3-13 LLR 機能と MMLR 機能のマトリクス

	中央銀行による与信対象		
	銀行	非金融法人	政府
<b>資金繰り難にある (illiquid)</b> しかし <b>支払能力がある (solvent)</b>	<b>最後の貸し手 (LLR)</b> 『バジヨット・ルール』 (Bagehot's dictum)	<b>最後のマーケットメーカー (MMLR)</b> 世界金融危機 (FRS→ Credit Easing) (日銀→社債・CP・ ABCP買いオペ)	
<b>資金繰り難にある (illiquid)</b> かつ <b>支払能力がない (insolvent)</b> かもしれない	<b>預金保険制度 (ペイオフ)</b> (資産・負債継承:P&A) 中央銀行の関与 する域外		ECBの対応 (SMP、LTROs、 OMT) 日本 <sup>74</sup> の将来? ↓ 『マネタリストの 不愉快な算術』 の世界へ?

(出所) 雨宮 (2012) の図表 4 に筆者が一部加筆して作成。

### 3.5. 日本銀行法と財政従属のリスク

現行の日本銀行法は、金融政策の理念 (principle) を「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」(第2条)と明記し、同時に、「(金融政策における) 自主性は尊重されなければならない」(カッコ内は筆者)(第3条第1項)、「日本銀行の業務運営における自主性は十分配慮されなければならない」(第5条第2項)として、日本銀行に政策の独立性(法律上は自主性<sup>74</sup>、以下同)および業務運営における独立性を付与している。はたして独立性の法的確立をもって、中央銀行が物価の安定に専念するための実務上の必要十分条件が揃ったといえるだろうか。

答えは否である。欠けているのは財政の健全性に対する政府の強いコミットメントである<sup>75</sup>。Walsh (2011) も、政府による財政面からの物価安定に対する協力が無い場合、中央銀行の独立性の有無に関わらず、物価安定は中長期的には実現できないとしている<sup>76</sup>。

<sup>74</sup> 日本銀行法において、独立性ではなく自主性という言葉が使われた背景は本章注 42 を参照。

<sup>75</sup> 物価の安定を実現するには、財政の健全性に加えて、金融システムの安定性や金融規制の実効性も求められるが、本論文では踏み込まない。

<sup>76</sup> Walsh (2011) は “Without fiscal acceptance of the goals of low and stable inflation, the central bank will ultimately fail, regardless of its supposed degree of operational independence.” “At best, a central bank’s ability to maintain low inflation is temporary – ultimately, fiscal insolvency will force the central bank to finance a primary deficit.” などとしている。Walsh (2011), p.19 参照。

その際、ウォルシュは、バーナンキ前FRB議長の「財政政策が不安定であれば、インフレターゲットを含むいかなる金融政策レジームも長期的には物価安定を実現できない」<sup>77</sup>という発言を引用している。

一方、インフレターゲットを支持する論者は、中央銀行の独立性が法律に明記されている限り、インフレターゲットに基づく金融政策は、財政状況の如何に関わらず、デフレの回避と過度なインフレの抑制の両面で効果を出すと主張する。例えば、伊藤(2013)は「インフレが加速度的に高くなっていく状況とは、多くの場合、財政赤字が拡大し、金融引き締め政策をとろうとする中央銀行が、国債引き受けをさせられるなど、中央銀行の金融政策が政治的な介入で、歪められたときです。しかし、日本銀行はいまや世界でも一番『独立性』の高い法律を持った中央銀行であり、この法律にのっとって金融政策運営が行われる限り、このようなインフレが止まらなくなるようなことはありません」<sup>78</sup>としている。この場合、中央銀行の独立性が法的に認められている場合、金融政策が財政従属に陥ることはないということになる。

しかし、財政の持続性が現実に疑われた場合、日本銀行が独立性を盾にQQEからの出口を優先させることは難しいであろう。確かに、伊藤が主張するように、日本銀行は法律上、独立性ないし自主性を与えられている。ところが、その日本銀行法は次の2つの問題を内包している。

第1に、政府の政策との整合性のバランスである。日本銀行法は「(金融政策が)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」(カッコ内は筆者)(第4条)として、政府の政策との整合性を求めている。したがって、財政の持続性が疑われる中で金融政策が出口を出ようとするれば、日本銀行の独立性(第3条、第5条)と政府の政策との整合性(第4条)の間で矛盾が生じる可能性がある。

第2に、金融システムの安定性とのバランスである。日本銀行法は日本銀行の目的(purpose)に「信用秩序の維持に資すること」(第1条第2項)を含めている。現に多額の国債が銀行などの国内金融機関に保有される中、何らかの財政リスクを背景に国債価格が急落(金利が急騰)することがあれば、金融システムの不安定化、ひいては信用秩序の

---

<sup>77</sup> Bernenke (2005) の “No monetary-policy regime, including inflation targeting, will succeed in reducing inflation permanently in the face of unsustainable fiscal policies -- large and growing deficits.” という箇所を指す。

<sup>78</sup> 伊藤 (2013)、165 頁。

毀損につながる。そのときに、日本銀行が独立性の名の下、物価の安定を最優先させてQQEから離脱しようとするれば、金融システムは一層、不安定になりかねない。これは日本銀行法上の目的(第1条)に反する。

これら2点を踏まえると、日本銀行が法的な独立性を付与されていることをもって、財政のあり方に左右されることなく、常に金融政策が物価安定を最優先させることができるとは必ずしも主張できないのではないだろうか。日本銀行法において、日本銀行の独立性(第3条、第5条)が政府の政策との整合性(第4条)や金融システムの安定性(第1条)に優先するという解釈が確立されているとはいえない。この意味で、日本銀行法が財政従属の余地を完全に排除しているとの解釈は難しい。

### 3.6. 「マネタリストの不愉快な算術」と財政従属

財政従属は法律の問題に止まらない。そこには経済理論上の難題も含まれる。このことを最初にモデル化したのが、Sargent and Wallace (1981) “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic” (マネタリストの不愉快な算術)である。同論文は、財政従属の世界では、仮にマネタリストの前提が成り立つ場合でも、中央銀行は物価をコントロールできなくなるとを理論モデルで明らかにした。

Sargent and Wallace (1981) は、

- ① マネタリーベースは物価水準と密接に連動する
- ② 中央銀行はシニョリッジ(通貨発行益)を創出する
- ③ 実質国債利回りは人口増加率より高い
- ④ 実質プライマリー・バランス赤字は名目マネタリーベースの増減に依存しない

という4つの条件を設定する。このうち①と②がマネタリストの前提に当たる。③は、国債利回りに一定のリスク・プレミアムが求められていることを意味する。④は、政府がleaderとして能動的に政策設定をし、中央銀行がfollowerとして受動的に政策設定をするという財政従属の前提に該当する<sup>79</sup>。

ここから理論モデルの展開を経て、

---

<sup>79</sup> 複数の経済主体が同時に生産量を選ぶクールノー・モデル(Cournot model)あるいは同時に販売価格を設定するベルトラン・モデル(Bertrand model)と異なり、一方が先に動き、他方が後に動くケースをシュタッケルベルク・モデル(Stackelberg model)と呼ぶ。同モデルにおいて、先に動く主体をリーダー(leader)、後に動く主体をフォロアー(follower)という。神取(2014)、374頁参照。

$$\frac{\Delta(P_t/P_{t-1})}{\Delta\theta} < 0 \quad \forall t > T$$

という関係を導出する<sup>80</sup>。ここで、 $\Delta$ は増分(以下同)、 $P_t$ は物価水準、 $\theta$ (定数)は名目マネタリーベースの増加率、 $t$ (非負の整数)は時間、 $T$ は経済が財政限界に達する時期を表す。財政限界とは、政府の債務残高が増えすぎて、将来の財政余剰では返済することができないと市場が判断する債務の水準を指す。したがって、 $t > T$ の時間帯では、政府は1人当たりの実質国債発行残高を増やすことができなくなる。つまり、 $t > T$ においては、1人当たりの実質国債発行残高は横這う。また初期時点では経済は財政限界にはないと想定するため、 $T$ は2以上の整数である。

上式こそがマネタリストの不愉快な算術の要諦である。すなわち、財政限界を迎えた $t > T$ の時間帯では、中央銀行が金融緩和策から脱しようとしてマネタリーベースの増加率 $\theta$ を抑えても( $\Delta\theta < 0$ )、将来的にはインフレ率 $P_t/P_{t-1}$ は上昇せざるを得ず( $\Delta(P_t/P_{t-1}) > 0$ )、中央銀行は物価を安定させることができない。これは、財政従属の前提(上記の前提④)を課したことで、中央銀行は最終的には政府の予算制約を満たすように行動せざるを得なくなるからである。

このように、財政従属の下、中央銀行が政府を対象としてLLR機能を担うとき、あるいは国債を対象としてMMLR機能を担うとき、かつ中央銀行がそのような行動をとるといふことを政府が知っているとき、中央銀行が物価を安定させることができなくなる可能性が理論的に示される。これは、金融政策と国債管理政策が溶融すると、インフレは貨幣的現象(monetary phenomenon)から財政的現象(fiscal phenomenon)に変わりうることを意味する。金融政策こそが物価を規定すると考えるマネタリスト<sup>81</sup>にとっては、まさに不愉快な(unpleasant)結果といえよう。

なお、マネタリストの不愉快な算術の難点を挙げるとすれば、いつ $t = T$ つまり財政限界に達するかを内生的に決めることができないという点である。日本銀行による多額の国債買いオペが続く中、長期金利は低位に抑制されており、現時点で日本が財政限界にあるとはいえない。しかし、日本の一般政府債務残高がGDP比250%程度と高水準にあること

<sup>80</sup> 本式の導出過程については、Sargent and Wallace (1981), pp.2-5 を参照。

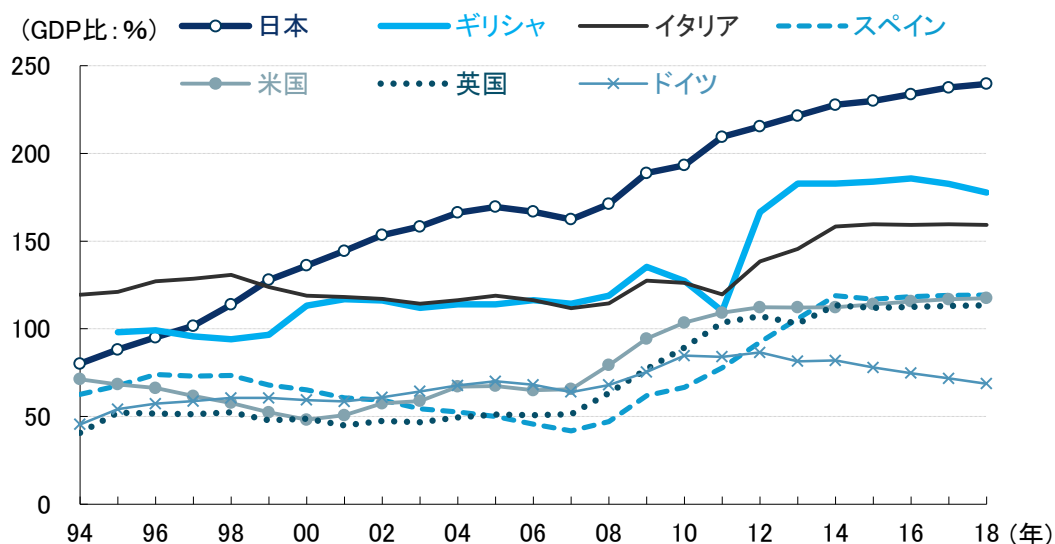
<sup>81</sup> 例えば、マネタリストの大家であるミルトン・フリードマン(Milton Friedman, 1912-2006)は “Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon in the sense that it is and can be produced only by a more rapid increase in the quantity of money than in output” としている。Friedman (1970), p.24 参照。



を踏まえると、財政限界は無視できるほど遠いと慢心することもできない(図3-14)。

そもそも金融緩和局面では景気をサポートしたい政府とインフレ率を押し上げたい日本銀行の政策上の利害が一致しやすいため、多額の国債買入れオペを日本銀行が行ったとしても、それが財政従属であるかは判然としない。金融政策が財政従属という状況にあるかは、政府と日本銀行の利害が離反しやすい出口で初めて判別可能となる。しかも、財政従属にあることが明らかとなったときには、政府の財政行動が日本銀行の出口戦略の障壁となっているはずである。だからこそ、財政健全化は金融政策が出口に向かう前に進めておかななくてはならず、同時に、財政健全化のコミットメントに対して市場から信認を得ておく必要がある。

図 3-14 一般政府の債務残高



(注)「一般政府」には中央政府、地方政府、社会保障基金が含まれる。

(出所) OECD “Economic Outlook”より作成。

## むすび

本章は、QQEの出口戦略について5つの選択肢を挙げた上でそれぞれの適否を論じ、その後、出口におけるリスクを考察した。リスクを考察する上では、日本銀行の財務の健全性(financial soundness)と政府の財政の健全性(fiscal soundness)を重要な視角とした。

まず、日本銀行の財務の健全性について、本章では以下の3点を明らかにした。

第1に、株式市場など市場への負の影響が相対的に小さいと思われる付利の引き上げという出口策を選択した場合でも、日本銀行の財務が悪化し、自己資本が毀損するリスクがあることを定量的に示した。確かに、中央銀行については、マネタリーベースを発行できるため自己資本の多寡は中央銀行の健全性を左右しないという見方もある。しかし、本章では、①出口で中央銀行が財務の健全性を維持するためにマネタリーベースを増発すれば、それは出口策に矛盾すること、②マネタリーベースの大半を占める超過準備が有利子負債に転じていることを踏まえて、中央銀行には自己資本が一定程度必要であることを示した。日本銀行も会計規定第18条において一定水準の自己資本の必要性を認識している。

第2に、中央銀行の損失の認識方法について会計上、①繰延資産の計上、②自己資本の毀損の2つの方法があり、前者の場合、中央銀行は一定以上の損失を認識しないが、後者の場合は、損失が全額、認識されることを示した。日本銀行の場合、後者である自己資本の毀損という形で損失を認識することになるが、だからこそ政府による損失補償規定が求められる。

第3に、現行の日本銀行法が、自己資本が毀損した場合の損失補償規定を欠くことを示した。損失補償規定を導入しようとするれば、国民負担を伴う可能性があるという意味で財政の問題が、また日本銀行法の改正の必要性が生じるという意味で立法の問題が浮上する。一方、このような財政面あるいは立法面の問題を避けるとすれば、損失を繰延資産として認識する会計ルールが求められる。ところが日本銀行は、損失補償規定を欠く一方で、繰延資産の計上を可能とする税効果会計も採用していない。QQEからの出口では、このような制度面の課題も待ち受けることを明らかにした。

ただし、QQEからの出口策の障害となりうる要因は、日本銀行の財務の健全性にとどまらない。本章では、もう一つの要因として、政府の財政の健全性が確立されないケースを考察し、以下の3点を明らかにした。

第1に、Bagehot (1873) に始まる中央銀行のLLR機能は、特定の主体が流動性の枯渇に直面する資金流動性の問題に対応するものであったが、金融市場が発達するにつれて、特定の資産の取引量が減る市場流動性の問題への対応も、中央銀行に求められるようになった。これが中央銀行のMMLR機能である。ところが、政府の財政健全化が遅れる中、日本銀行については、従来のLLR機能あるいはMMLR機能とは異質な財政従属という新たな領域に入り込む可能性があることを示した。

第2に、ドーマー条件に基づいてプライマリー・バランス（フロー）と債務残高（スト

ック)を結び付け、長期金利を名目GDPより低く抑えることで財政健全化のハードルが下がることを示した。そして、そこにこそ政府が中央銀行を国債管理政策に取り込む誘因が存在することを明らかにした。さらに、Sargent and Wallace (1981)に基づいて、中央銀行が財政ファイナンスに取り込まれると、自らの裁量では物価をコントロールできなくなることも理論的に示した。

第3に、現行の日本銀行法は確かに、日本銀行に独立性を付与している(第3条、第5条)が、一方で、政府との整合的な政策運営(第4条)や金融システムの安定性の維持(第1条)も求めていることを示した。したがって、独立性が法的に付与されているとしても、財政従属のリスクが法律上、払拭されているわけではなく、やはり財政の健全化はQQEからの出口を安定的なものとする上で欠かせないことを明らかにした。

本章を結ぶに当たって、いったん財政従属の状態に入ると、そこからの脱却が中央銀行にとって、いかに困難であるかを示す歴史的な事象を示しておきたい。それは、1951年3月の米国財務省とFRSの「アコード」(Treasury-Federal Reserve Accord)である<sup>82</sup>。第2次世界大戦下の戦費調達を支えるため、1942年4月以降、FRSは長期金利を2.5%以下に抑えるべく、国債を買い支えていた。同大戦終了後も、FRSは同様の国債買い支えを続けた。しかし、1950年6月に朝鮮戦争が始まると、政府は戦費調達のため、国債の大量発行の必要性に直面した。しかし、大量の国債発行は長期金利を押し上げるリスクがあったため、財務省はFRSに国債の買い支えを続けるよう要請した。しかし、そのような政策対応はインフレを助長するリスクが高いことから、FRSは反対姿勢を示した。議会やメディアを巻き込む形で、当時の政府(トルーマン大統領、シュナイダー財務長官)とFRS(マケイブ議長)の対立が激化する中、1951年2月、FRSは国債の買い支えを続けることはできないとの決意を財務省に伝えた。その後も政府とFRSの間で激しいやり取りが続いたが、同年3月、ついに財務省とFRSの間で「FRSは国債を買い支えない」という合意つまりアコードが得られた。これは金融政策と国債管理政策を分離させる合意でもある。このアコードを通じてFRSは政策の独立性を得たわけであるが、当時のマケイブFRB議長がアコードの直後に辞任(事実上の解任)に追い込まれるなど、政治的には艱難辛苦を伴った。QQEからの出口で日本銀行が国債管理政策に取り込まれることを避けるには、「日本版アコード」が求められる局面も念頭に置く必要がある。同時に、財政健全化に対

---

<sup>82</sup> Hetzel and Leach (2001) は、1951年3月のアコード成立に至る政府とFRSのやり取りを時間軸に沿って詳細に描いている。

する政府の強いコミットメントが求められる。

ところが政策実務の場では、むしろ政府と中央銀行が協調すべきだとの議論が強まっている。その根本にあるのが流動性のわなの常態化に対する警戒である。さらにその背景には潜在成長率が長期的に低迷するリスクがある。この場合、金融政策に何ができるだろうか。あるいは政府と中央銀行の関係はどうあるべきだろうか。これが第4章の課題である。

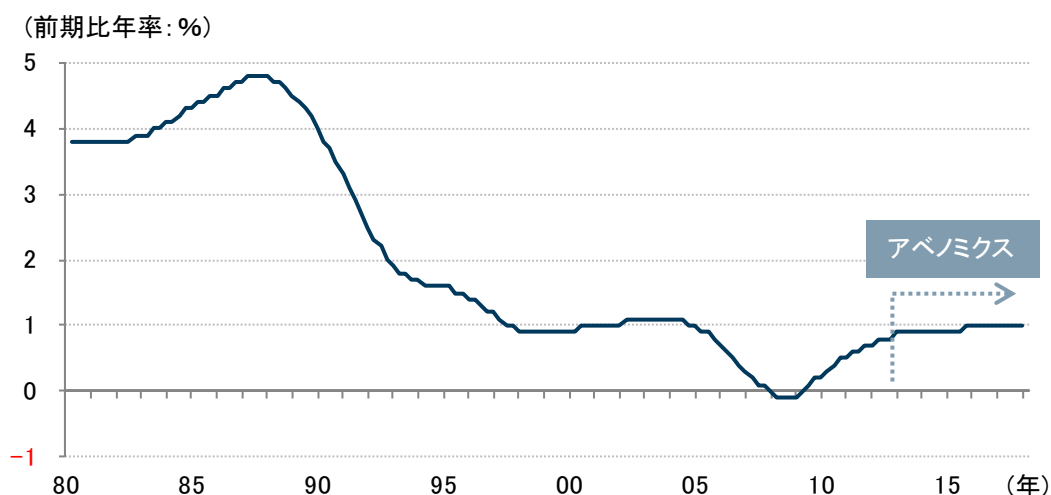


## 第4章 低自然利子率下の金融政策

### はじめに

2012年12月に発足した第2次安倍内閣(当時)が始めたいわゆるアベノミクスは、2017年末に6年目に入った。しかし総合CPI前年比2%と定義される日本銀行の「物価安定の目標」は実現していない。加えて、安倍内閣が2013年6月に閣議決定<sup>1</sup>した(今後10年間の平均で)名目GDP成長率3%程度、実質GDP成長率2%程度の成長も、持続的な達成に向けた道筋は未だ見えない。政府の一員である内閣府も、アベノミクス以降の日本経済の潜在成長率を年率+1.0%(2018年5月時点の推計)と見積もっている(図4-1)。

図 4-1 日本の潜在成長率



(注) 日本経済の過去のトレンドからみて、平均的な水準で生産要素を投入した時に実現可能なGDPを潜在GDPとした上で、その潜在GDPの成長率を図示。

(出所) 内閣府資料より作成。

ただし実質2%、名目3%の成長目標を掲げた内閣は、第2次安倍内閣が最初ではない。例えば、2009年12月に当時の鳩山由紀夫内閣も「2020年度までの平均で、名目3%、実質2%を上回る成長、2020年度における我が国の経済規模(名目GDP)650兆円程度を

<sup>1</sup> 2013年6月14日に第2次安倍内閣が閣議決定した『日本再興戦略—JAPAN is BACK—』、2頁参照。首相官邸<[http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou\\_jpn.pdf](http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdf)>(参照日: 2018年3月5日)。

目指す」と閣議決定している<sup>2</sup>。それにも関わらず、成長率の目標（実質2%、名目3%）が実現していないということは、日本の課題が単なる景気対策で解決されるものではないことを示唆する。

ところが、実際の政策は短期的な志向が依然強い。そのような中、従来、政策の主エンジンを担った金融政策が思うような効果を発揮していないことを受けて、政策の軸足を財政政策に移すべきだとの論調が、日本のみでなく先進国で聞かれるようになってきた。中には、財政政策を経済政策の主エンジンとするだけでなく、金融政策を一定の節度の下で財政政策に従属させるべきだとの主張もある<sup>3</sup>。第3章第3節でQQEが内包するリスクの一つとして財政従属を挙げたが、そのリスクを杞憂とみなすことももはや難しい。

一方、財政政策とは独立した視点から、中央銀行のあり方を問う必要性も増している。すなわち、今後の人口動態を踏まえると潜在成長率ひいては自然利子率の低迷は長期的なものとなりうる<sup>4</sup>。その場合、流動性のわな自体が長期化し、同時に金融政策によって実質金利を自然利子率以下に抑え、実質金利ギャップを負にすることも難しくなる。これは金融政策自体が実体経済に対する効力を構造的に弱めることを意味する。その場合、中央銀行に何ができるのか（あるいはできないのか）を改めて問う必要が出てくる。

そこで本章では、①政策が短期的な志向を強めやすくなる背景、②金融政策と財政政策のポリシー・ミックス、③流動性のわなが常態化した場合の金融政策の課題を考察する。①についてはオイラー方程式、時間選好率、議席配分と年齢構造の関係、②についてはIS・LMモデル、物価水準の財政理論（FTPL）、ヘリコプターマネー、統合政府、③については金融政策の放棄、銀行券の排除、現金通貨に対するマイナス付利、通貨間競争が主な論点となる。その上で、自然利子率の低迷が長期化したときでも、それが政策運営の強い制約にならないような金融政策の枠組みの一形態を示すことを目的とする。

---

<sup>2</sup> 2009年12月30日、鳩山内閣（当時）が閣議決定した『新成長戦略（基本方針）～輝きのある日本へ～』、28頁参照。首相官邸 <<http://www.kantei.go.jp/jp/kakugikettei/2009/1230/sinseichousenryaku.pdf>>（参照日：2018年3月5日）。

<sup>3</sup> Buiter（2016）、Gali（2014）、Turner（2015）などは、財政政策を経済政策の軸とした上で、金融政策はそれを積極的に支援すべきだと主張している。

<sup>4</sup> 自然利子率と潜在成長率は異なる概念である。しかし、一定の前提の下で両者は近似する。その前提については第2章注14を参照されたい。

## 第1節 金融政策と財政政策：論点は「独立」から「協調」へ

### 1.1. 政策選好に見る近視眼

アベノミクスが6年目を迎える中、金融政策は最終目標である「物価安定の目標」（CPI前年比2%）を実現できていない。背景を探る上で、第2章第1節で紹介した期待IS曲線（式（2-2））を思い起こしたい。それは

$$y_{gap,t} = E_t y_{gap,t+1} - \varphi(i_t - E_t \pi_{t+1} - \bar{r}) + \delta_t$$

と表された。ただし  $y_{gap,t}$  は  $t$  期における需給ギャップ、 $E_t y_{gap,t+1}$  は  $t$  期における  $t+1$  期の需給ギャップの予想、 $\varphi$  は正の推計パラメータ、 $i_t$  は  $t$  期における名目政策金利、 $E_t \pi_{t+1}$  は  $t$  期における  $t+1$  期の予想インフレ率、 $\bar{r}$  は一定期間において定数とみなされる自然利子率、 $\delta_t$  は  $t$  期における需要ショックを表す。

ここから、 $i_t - E_t \pi_{t+1} < \bar{r}$ 、つまり実質政策金利を自然利子率より低く抑えたとき（実質金利ギャップ  $i_t - E_t \pi_{t+1} - \bar{r}$  を負にしたとき）、金融政策は実体経済に対して緩和的といえる。ところが潜在成長率が低くとどまる中、自然利子率自体が低空飛行しており、金融政策のみで実質金利ギャップを十分、負の方向に広げることが難しくなっている。したがって、本来求められるポリシー・ミックスは、実質政策金利（ $i_t - E_t \pi_{t+1}$ ）を引き下げる金融政策（第1の矢）と、長期的な視点に立って自然利子率（ $\bar{r}$ ）の押し上げを図る構造改革すなわち成長戦略（第3の矢）である。

ところが実際の日本の経済政策を見ると、構造改革よりも、有効需要の短期的な刺激をもくろんだ政策の位置づけが高い。その一因として、人口の高齢化を挙げることができよう。高齢化が進む中、平均的な消費者（かつ納税者であり投票権者）の消費行動自体も近視眼的になりやすく、これが投票行動を経て、短期的な視点に基づく政策を選好する誘因を政治に与えると考えていると考えられる。

この点を、消費者の最適化行動（効用の最大化）に基づく消費の効率的な時間配分を表すオイラー方程式（Euler equation）に基づいて見てみよう。第2章注14で、相対的リスク回避度  $\mu$  が一定となる効用関数  $u(c_t)$  として、

$$u(c_t) = \frac{c_t^{1-\mu} - 1}{1-\mu}$$

を示した。ここで  $c_t$  は  $t$  時点の1人当たり消費量を表す。この場合、異時点間（ $t$ 、 $t+1$ ）における  $c_t$ 、 $c_{t+1}$  の最適な配分は



$$\frac{\Delta(c_{t+1})}{c_t} \doteq \frac{1}{\mu}(r_t - \rho) \cdot \dots \cdot (4-1)$$

というオイラー方程式で表される<sup>5</sup>。ただし $r_t$ は実質金利、 $\rho$ は時間選好率あるいは主観的割引率である。つまり、個人が最適行動をとると仮定したとき、1人当たり消費量 $c_t$ の伸び率は $1/\mu(r_t - \rho)$ に等しくなる。したがって、人口の高齢化に伴い時間選好率 $\rho$ が高い消費者の比率が高まると、オイラー方程式(4-1)により、 $t$ 期から $t+1$ 期に向けての消費の伸び率は下がる、つまり消費者は $t+1$ 期(将来)の消費よりも $t$ 期(現在)の消費を重視する。高齢化が進む中、効用最大化に基づく消費行動は近視眼的なものとなりやすいことが示される。

ここで重要なことは、多くの消費者が同時に、納税者あるいは投票権者として政治の政策決定に一定の影響を与えるということである。その際、問題となるのが、国政選挙における議席の配分である。例えば、2017年10月22日に投開票された第48回衆議院選挙における1票の価値と年齢構造の関係を見てみよう。同選挙の選挙区において、有権者100万人当たりの議席数(1票の価値の代理変数)が最も高かったのが鳥取県の4.17、最も低かったのが東京都の2.22であった。両者の比である1.88(=4.17/2.22)がいわゆる1票の格差である。

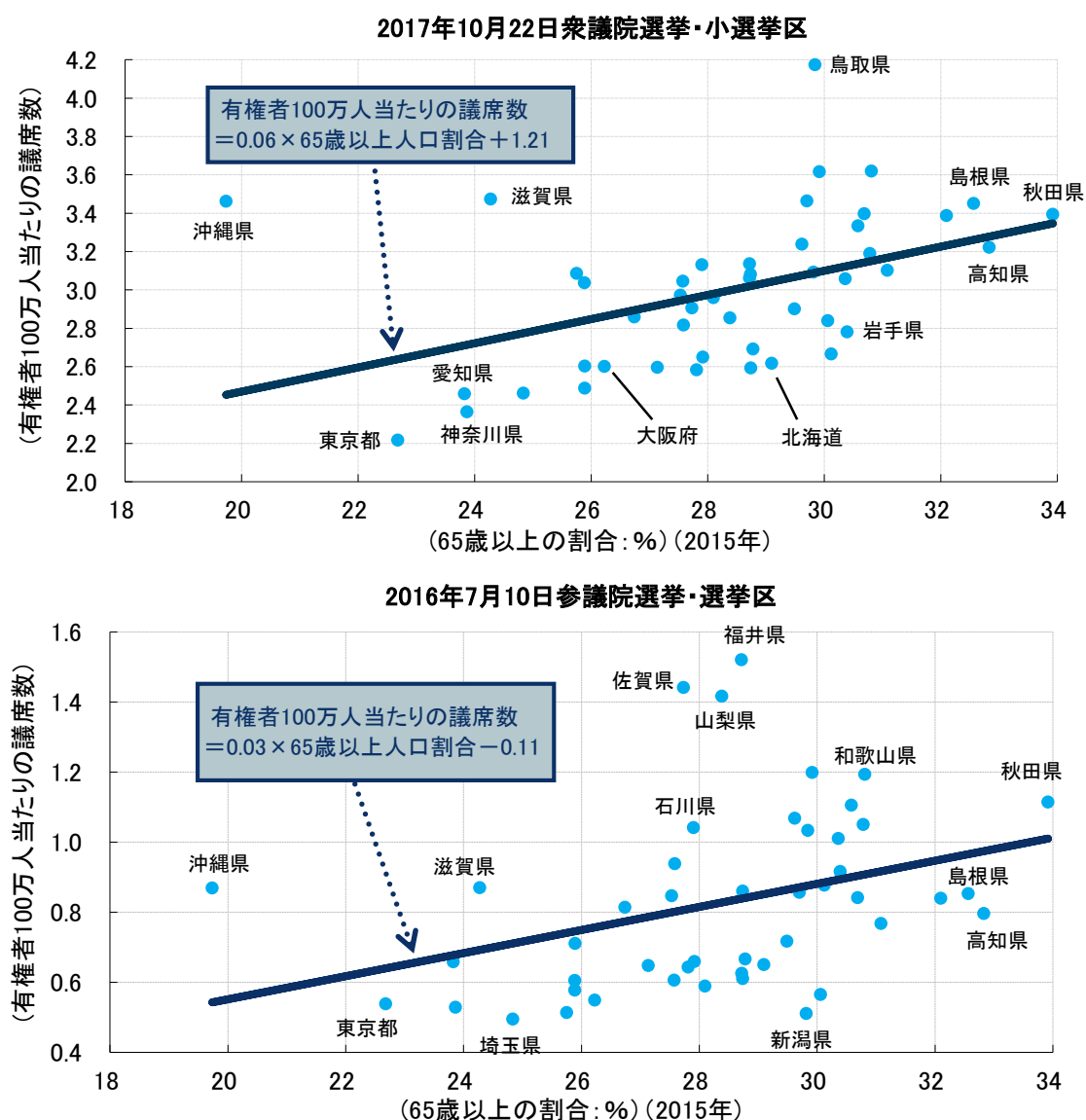
1票の格差が問題となっていること自体は周知の事実である。しかし、経済政策の観点に立った場合、ここには重要な問題が隠されている。それは1票の価値が65歳以上人口比率と比例する傾向にあるということである(図4-2上図)。すなわち、高齢者比率が高い都道府県ほど、一定の有権者数に対してより多くの議席が割り当てられており、1票の価値も高まる。しかも、この傾向は参議院についても当てはまる(同下図)。

ここに、高齢者すなわち時間選好率の高い主体の声がより強く政治の意思決定に影響する構図を見てとれる。選挙権年齢を18歳まで引き下げるなど、若年層の声を反映すべく制度変更が一部なされているが、そもそもの問題は選挙権年齢の高低ではなく、議席配分の歪みにある。

高齢化に伴う時間選好率の上昇という構造問題と、高齢者比率に比例して1票の価値が高まるという制度問題が折り重なることで、世代間の歪みを伴う政策を選好する政治的誘因も強まりやすい。このような政策選択における世代間の歪みは、一般政府(中央政府、地方政府、社会保障基金)の歳入構造にも表れている。

<sup>5</sup> オイラー方程式(4-1)の導出については、Barro and Sala-i-Martin (1995), pp.63-65を参照。

図 4-2 高齢者比率に比例する1票の価値（衆議院、参議院）

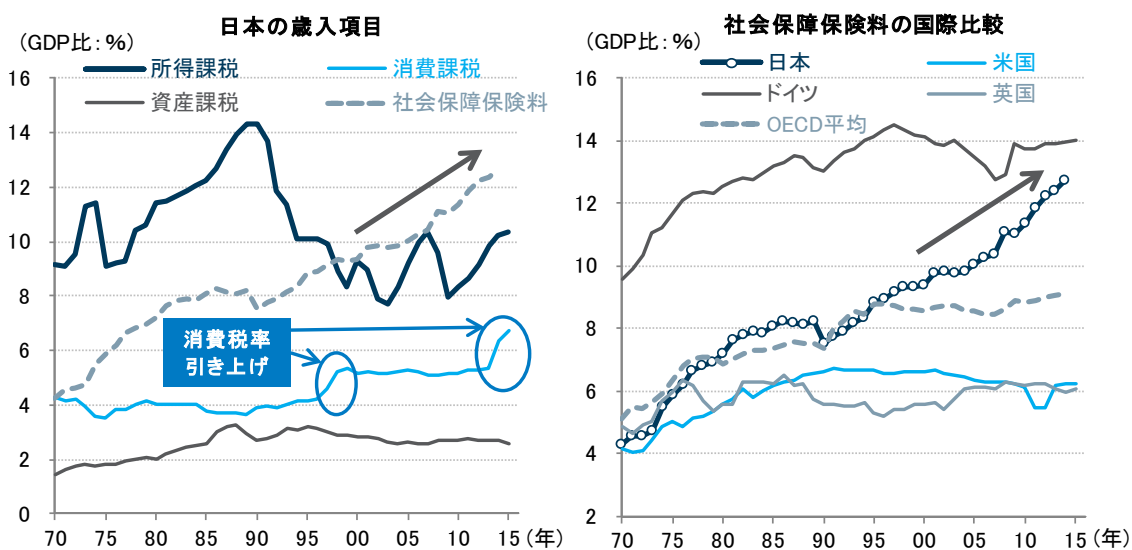


(注) 参議院の「鳥取・島根合区」(定数1)と「徳島・高知合区」(定数1)については、各県の定数を0.5とした。

(出所) 総務省『第48回衆議院議員総選挙結果調』、同『第24回参議院議員通常選挙結果調』、同『人口推計』より作成。

一般政府の歳入は①所得課税(所得税、法人税など)、②消費課税(消費税、酒税など)、③資産課税(相続税・贈与税、固定資産税など)、④社会保障保険料(公的年金、公的医療保険、介護保険などの保険料)に大別できる。日本では、このうち社会保障保険料が一貫して、しかも急速に増加している(図4-3左)。例えば、1970年には社会保障保険料と消費課税はいずれもGDP比4.3%と低位にあった。ところが前者は一貫して増加トレンドを辿り、2014年時点では同12.7%と、消費課税の約2倍に達した。今や社会保障保険料は

図 4-3 一般政府の歳入構造



(注) 1. 一般政府＝中央政府＋地方政府＋社会保障基金。  
 2. 所得課税は所得税、法人税、住民税（法人、個人）、事業税（法人、個人）など。  
 3. 消費課税は消費税、酒税、たばこ税、関税、とん税、自動車取得税など。  
 4. 資産課税は相続税・贈与税、印紙税、不動産取得税、固定資産税、都市計画税など。  
 (出所) 財務省『租税及び印紙収入決算額調』、総務省『地方財政関係資料』、OECD “Revenue Statistics”より作成。

所得課税、消費課税、資産課税を上回る一般政府にとっての最大の歳入項目となっている。

もちろん急速な高齢化が進む中、賦課方式を基本とする日本の公的年金制度を維持するには、社会保障保険料の増加は一定程度やむを得ない<sup>6</sup>。しかし、他国を見ると、日本と同じように高齢化が進む先進国でも、社会保障保険料は2000年代に入ってGDP比で横這っている(同右)。社会保障基金の歳出の抑制や、消費税(付加価値税)の引き上げによる同基金の歳入の確保が図られているからである。これらの策を回避し、2000年代に入っても社会保障保険料がGDP比で上昇トレンドにあるという点で、日本の一般政府の歳入構造は特異といえる。

また、社会保障保険料の負担が増えることで15～64歳の生産年齢人口の可処分所得が抑制され、同人口の消費行動は委縮してきた。つまり日本では、1990年代初頭のバブル崩壊後も、あるいは1990年代末に始まったデフレ後も、社会保障保険料の負担増という形で、現役層を対象とする事実上の増税が行われてきた。これと比べると、消費税率の2度

<sup>6</sup> 賦課方式とは、年金支給のために必要な財源を、その時点の現役世代の保険料収入から用意する方式を指す。これに対して、自分が将来、年金を受給するときに必要な財源を現役時代の間自ら積み立てておく方式を積立方式という。

の引き上げ（1997年4月に3%から5%、2014年4月に5%から8%）による消費課税の負担増は抑制的とさえいえる。

消費課税の負担が抑えられる一方、社会保障保険料の負担は急速に増えてきた背景として、消費課税は1票の価値が相対的に高い高齢者も負担するのに対し、社会保障保険料は1票の価値が相対的に低い現役層が主に負担することから、社会保障保険料の引き上げは政治的に選好されやすいことが挙げられる。今後の経済政策を考えると、政策選好が政治面から歪められるリスクに注意しなくてはならない。

### 1.2. 財政政策に軸足を移す政策論（1）：IS・LMモデル

政治による政策選好の歪みとは別に、一定の経済理論に基づいて、これまで「主エンジン」であった金融政策を「副エンジン」とし、財政政策を「主エンジン」に格上げすべきだとする政策論が国内外で聞かれ始めている。実際、流動性のわな、あるいは信用創造が不活発な局面では、景気を支えるという観点から財政政策が経済政策の中心となることは、理論的に首肯できる面がある。

そのような経済理論の例として、まずは経常収支を除いた閉鎖経済に基づくシンプルなIS・LMモデルから見ていこう。なお、IS・LMモデルは、後述するように過度な簡略化や重要な前提の不備などから、実際の経済や政策を語る上で必ずしも適切ではない場合も多い。それでも同モデルは、一定の条件下で金融政策よりも財政政策の方がより強く経済や物価を刺激しうることを簡潔に示してくれる。

閉鎖経済に基づくIS・LMモデルを用いると、財政政策（財政支出の増加 $\Delta G$ 、減税 $-\Delta T$ ）や金融政策（量的緩和すなわちマネタリーベースの増加 $\Delta(H/p)$ ）の実質GDP押し上げ効果（ $\Delta Y$ ）は

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{財政支出の乗数 } \frac{\Delta Y}{\Delta G} = \frac{f}{(1-b)f + d \cdot e} > 0 \\ \text{減税の乗数 } -\frac{\Delta Y}{\Delta T} = \frac{f \cdot b}{(1-b)f + d \cdot e} > 0 \\ \text{マネタリーベースの乗数 } \frac{\Delta Y}{\Delta(H/p)} = \frac{d \cdot m}{(1-b)f + d \cdot e} > 0 \end{array} \right.$$

となる<sup>7</sup>。ここで  $d$ 、 $e$ 、 $f$  は正の定数、 $b$  は1より小さい正の定数で限界消費性向、 $m (> 1)$  は信用乗数<sup>8</sup>、 $Y$  は実質 GDP、 $G$  は財政支出、 $T$  は税収、 $H$  はマネタリーベース、 $P$  は物価水準である。

これらの乗数を念頭に置いて、流動性のわなにある経済を仮定しよう。この場合、金利  $i$  は非負制約に直面するほどの低さにあり、投機的動機に基づく実質貨幣需要が極度に大きくなっている。これは実質貨幣需要  $M^D/P$  における金利  $i$  の係数である  $-f$  の絶対値が非常に大きくなることに相当する<sup>9</sup>。 $f$  が大きくなると、財政支出の乗数  $\Delta Y/\Delta G$  や減税の乗数  $\Delta Y/_{-\Delta T}$  が高まるのに対して、量的緩和の乗数  $\Delta Y/\Delta\left(\frac{H}{P}\right)$  は小さくなる。つまり、流動性の

わなにあるとき、金融政策（量的緩和）の実質 GDP 押し上げ効果が小さくなるのに対して、財政政策の同効果はむしろ高まる。流動性のわなにあるときに財政政策の乗数が高まるのは、クラウドディング・アウトが起きにくくなるからである<sup>10</sup>。

次に、信用創造が停滞する経済を仮定しよう。これは信用乗数  $m$  の低下で表される。 $m$  が小さいとき、量的緩和の乗数  $\Delta Y/\Delta\left(\frac{H}{P}\right)$  も小さくなる一方、財政支出の乗数  $\Delta Y/\Delta G$  や減税の乗数  $\Delta Y/_{-\Delta T}$  は  $m$  の影響を受けない。つまり、信用創造が停滞した経済では、量的緩和の効果が弱まる一方、財政政策の効果は維持される。

このように閉鎖経済を想定したシンプルな IS・LM モデルでも、流動性のわなや信用創造の低迷が続く経済において実質 GDP を刺激するには、金融政策よりも財政政策の方が有効であることが示される。これは同時に、金融政策と財政政策が独立して運営されるのではなく、両者が協調する（coordinate）ことで政策効果が高まる可能性を示唆する。

ただし、経常収支を含む開放経済にモデルを拡張する場合には注意を要する。IS・LM モデルに国際収支の均衡という条件を加えた「マンデル・フレミングモデル」は、変動相場制の下では財政政策よりも金融政策の方が实体经济を刺激する力が強いとしている。なぜならば、変動相場制下の拡張的な財政政策（IS 曲線の上方シフト）の場合、金利の上昇

<sup>7</sup> 閉鎖経済に基づく IS・LM モデルからこれらの乗数を導出する過程は本章補論で詳述する。

<sup>8</sup> 信用乗数  $m$  は通貨乗数あるいは貨幣乗数とも呼ばれる。現金通貨の預金通貨に対する比を  $\alpha$ 、中央銀行預け金の預金通貨に対する比を  $\beta$  とすると、 $m \equiv (1 + \alpha) / (\beta + \alpha)$  である。 $0 < \beta < 1$  であるため  $m > 1$  である。

<sup>9</sup> 実質貨幣需要関数は  $M^D/P = eY - f \cdot i$  と表される。詳細は本章補論を参照。

<sup>10</sup> 逆に  $f$  が小さくなるケースに相当するのがクラウドディング・アウトである。クラウドディング・アウトでは、流動性のわなとは逆に、財政支出や減税の乗数が小さくなり、量的緩和の乗数が高くなる。

を通じて通貨が増価するため経常収支黒字幅が縮小（IS 曲線の下方シフト）し、その分、閉鎖経済の場合よりも乗数がかかる。これに対して、緩和的な金融政策（LM 曲線の下方シフト）の下では、金利の低下を通じて通貨が減価することで、経常収支黒字幅が拡大（IS 曲線の上方シフト）し、金融政策の乗数は閉鎖経済の場合よりも大きくなる<sup>11</sup>。

しかし、これをもって財政政策をやめて金融政策に専念すべし、とはいえない。多額の流動性がすでに供給されている今日では、拡張的な財政政策がとられる中でも金利、とりわけ長期金利の上昇幅は限られるため、それ自体で通貨が増価し経常収支が圧縮されるといふマンデル・フレミングモデルの主張は現実的とはいえない。流動性のわなにより LM 曲線が平坦化（ $f$  の上昇）している限り、変動相場制下の開放経済を想定するマンデル・フレミングモデルにおいても、拡張的な財政政策の優位性は失われない。

### 1.3. 財政政策に軸足を移す政策論（2）：物価水準の財政理論（FTPL）

上述の IS・LM モデルは過度な単純化や重要な前提の不備などがあり、実際の経済の動きを描写する能力は必ずしも高くない。例えば、IS・LM モデルは①動学的（dynamic）あるいは通時的（intertemporal）ではなく静学的（static）である、②供給側を含んでいないため内生的に物価  $P$  を確定できない、③経済主体の期待（合理的期待である必要はない）を十分に織り込んでいない、④経済主体の最適化行動を反映していない、⑤経済主体の予算制約あるいは流動性制約を反映していない、⑥先進国では貨幣市場に負けないほどの規模を有する国債市場が内在しない、⑦金融政策と財政政策の協調（coordination）が内生化されていない、などが問題点として挙げられる。

これらの問題点を克服した上で、なお金融政策のみでなく財政政策にも軸足を置いた政策運営の重要性を説く考え方が、政策実務の場において注目度を高めている。それが物価水準の財政理論（FTPL）である<sup>12</sup>。

<sup>11</sup> 同じ開放経済モデルでも固定相場制の場合は、逆に財政政策の方が金融政策よりも乗数は高くなる。なぜならば、固定相場制の下では、金融政策は為替の安定に割り当てられるため、拡張的な財政政策（IS 曲線の上方シフト）による通貨の増価圧力に応じて、金融政策も緩和（LM 曲線の下方シフト）されるためである。

<sup>12</sup> FTPL は 1990 年代前半から発展した理論であるが、FTPL のフレームワークを最初に論じたものとして、本論文の第 3 章第 3 節でも扱った Sargent and Wallace (1981) が挙げられる。この点については池尾 (2014) などを参照。ただし、ジョン・コ克蘭は、アダム・スミスの古典『諸国民の富』(Smith (1776)) にこそ FTPL の根源を見て取ることができると主張する。コ克蘭はその根拠として、同書における“A prince who should enact that a certain proportion of his taxes should be paid in a paper money of a certain kind might thereby give a certain value to this paper money” という記述を挙げている。Cochrane (2016) を参照。

今日の政策論において FTPL が注目される直接のきっかけとなったのが、クリストファー・シムズ (Christopher Sims) が 2016 年 8 月のジャクソンホールで行った講演である<sup>13</sup>。同講演で、シムズは、なぜ金融政策はインフレ率を押し上げる効果が不十分なのか、財政政策は実効性を欠く金融政策を代替できるのか、などを考察する上で FTPL が一定の貢献をできると説いた。また、FTPL の発展に初期段階から貢献してきたジョン・コ克蘭 (John Cochrane) は、同じく 2016 年 8 月に行われたインタビューで “I think this is the moment for FTPL. . . . People used to think central banks can just set the rate of inflation. Well, central banks have been desperately trying to set the rate of inflation for eight years and get nowhere” と語った<sup>14</sup>。

日本でも、浜田は上記のシムズ教授の講演録を読んで「(FTPL に) 大きな衝撃を受けた」<sup>15</sup>、「QE やマイナス金利政策が十分に働かないのは、そのための財政面での十分な支えがないからである」<sup>16</sup>、「経済学にパラダイム変化が起きつつあります . . . FTPL が学界だけでなく実務界にも徐々に浸透している . . . (シムズの講演録) を読んで私も FTPL をきちんと理解していなかったことが分りました。そこで私も今では、財政の方も重要だと自己批判を含め公言しています . . . 」<sup>17</sup>とした。浜田が安倍首相の政策アドバイザーを務めていることもあって、このような発言が日本の政策実務の場においても FTPL の注目度を高めることとなった。

FTPL は、理論的な解釈や政策実務への適用可能性という点で、四半世紀前の発展初期段階から賛否が分かれてきた<sup>18</sup>。しかし、今後のマクロ経済政策については中央銀行のあり方を考える上で欠かせない論点となる可能性が高い。以下、まずその理論的骨格を見ていこう。

FTPL ではまず、政府と中央銀行を連結した統合政府を想定する。ただし、それは現実には政府と中央銀行を連結させる法的あるいは会計的環境があることを主張するというより

---

<sup>13</sup> Sims (2016) がその講演録である。

<sup>14</sup> インタビューの詳細は Cochrane (2016) 参照。

<sup>15</sup> 日本経済研究センター編 (2016)、191 頁。

<sup>16</sup> 同上、195 頁。

<sup>17</sup> 浜田 (2017)、14-15 頁。

<sup>18</sup> Cochrane (2001, 2005, 2016), Dupor (2000), Leeper (1991), Sims (1994, 2016), Woodford (1994, 1995, 1997, 1999)、岩村 (2010, 2016)、浜田 (2017) は程度の差こそあれ FTPL を支持している。一方、Buiter (1999), Carlstrom and Fuerst (2000), Kocherlakota and Phelan (1999), Rogers (2006)、河越・広瀬 (2003)、土居 (2003) は FTPL に対して否定的あるいは懐疑的である。とりわけ Buiter (1999) は、そのタイトルで FTPL を “fallacy” (誤謬) としている。

も、単に民間部門以外の部門に対する総称と位置付けられる<sup>19</sup>。

その上で、統合政府の歳出と歳入を考えよう。まず実質歳出は公債費とそれ以外の歳出からなるため、

$$\text{実質歳出} \equiv r \frac{B}{P} + G$$

となる。 $B$ は公債残高、 $P$ は物価水準、 $r$ は実質金利、 $G$ は公債費以外の実質歳出である。

また、 $r \cdot B/P$ は実質政府債務に実質金利をかけた実質公債費である。

一方、実質歳入は税収とシニョリッジからなるため、

$$\text{実質歳入} \equiv T + \frac{\Delta M}{P}$$

と表される。 $T$ は実質税収、 $M$ は名目マネタリーベースであり、 $\Delta M/P$ は実質シニョリッジに相当する<sup>20</sup>。

以上から、この統合政府の歳出と歳入のバランスは

$$r \frac{B}{P} + G = T + \frac{\Delta M}{P}$$

と表される。これは

$$\begin{aligned} \frac{B}{P} &= \frac{1}{r} \left\{ (T - G) + \frac{\Delta M}{P} \right\} \\ &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{T - G}{(1+r)^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\Delta M/P}{(1+r)^t} \cdots (4-2) \end{aligned}$$

と書き換えられる<sup>21</sup>。

式(4-2)が統合政府の通時的な予算制約式である。右辺の第1項は、 $T - G$ つまりプライマリー・バランスで評価した財政黒字幅を実質金利で割り引いた実質生涯プライマリ

<sup>19</sup> この点は、木村(2002)でも言及されている。木村(2002)、4頁参照。なお、日本の場合、中央政府と日本銀行を現実的に連結主体(すなわち統合政府)ととらえることは難しい。この点は本章第2節で後述する。

<sup>20</sup> 第3章注12で述べたように、管理通貨制におけるシニョリッジは通常、銀行券や中央銀行当座預金(すなわちマネタリーベース)の発行と引き換えに中央銀行が保有する金融資産から生じる利子収入、と定義される。しかし、ここでのシニョリッジは統合政府を想定したものである。その場合、マネタリーベースの発行に際して中央銀行が保有する国債は、統合政府の下、政府の負債と相殺される。したがって、統合政府の場合、マネタリーベースはほぼ政府紙幣と同じものとなるため、シニョリッジはマネタリーベースの増分( $\Delta M$ )と定義しうる。

<sup>21</sup> 式(4-2)を得る際、等比数列の和の公式を用いた。すなわち任意の定数 $a$ ( $-1 < a < 1$ )について  $\sum_{t=1}^{\infty} a^t = \frac{1}{1-a} - 1$  が成り立つ。ここで  $a = \frac{1}{1+r}$  とすると、 $\frac{1}{r} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^t}$  が得られる。



一・バランスの現在価値、第2項が実質生涯シニョリッジの現在価値であり、これらを足し合わせた実質生涯歳入の現在価値が、左辺の実質債務残高に一致しなくてはならないことを示している。そうではなく、例えば「左辺>右辺」となれば、政府は債務を延々と抱えることになる。しかし、これでは政府は民間から借りたお金を返すという「ソルベンシー条件」が満たされない。このような政府を理論的に排除することで「非ポンジー・ゲーム条件」(no-Ponzi game condition)が満たされる<sup>22</sup>。また、「左辺>右辺」という状態を民間部門から見ると、家計は生涯にわたって資産(民間部門が保有する公債)を使い残すことを意味する。しかし、これは、家計は生涯を終えるまでに資産を余すところなく使って効用を最大化させるという「横断性条件」(transversality condition)に反する。また逆に、「左辺<右辺」となれば、政府は過大な歳入(例えば過剰な課税や必要以上の歳出減)を積み上げていることになる。その分の余剰を民間部門に還元すれば、民間部門の効用は高まるはずである。その意味で、左辺<右辺も効率的ではない。

ここまでで FTPL を考察するための準備が整った。以下では、式(4-2)を軸に FTPL の考え方とそれに同意しない見方との争点を整理する。

第1に、式(4-2)を予算制約式(恒等式)ととらえるか、均衡式(方程式)ととらえるかが論点となる。FTPLは式(4-2)を予算制約式(恒等式)とはとらえず、等号が成り立つように最終的に物価 $P$ が調整する均衡式と解釈する。この場合、式(4-2)は物価 $P$ を確定するための方程式となる。一方、FTPLの批判派は、式(4-2)を、どのような物価 $P$ についても成り立つ予算制約式と解釈する。この場合、式(4-2)は $P$ を所与として成り立つ恒等式となる<sup>23</sup>。

FTPL批判派が主張するように、式(4-2)を予算制約式ととらえれば、所与の $P$ に対して予算制約が成り立つように、政府は財政政策や金融政策を駆使して $T$ 、 $G$ 、 $M$ を調整することになる。この場合、式(4-2)は $P$ を決める「理論」とはいえない。一方、FTPL

<sup>22</sup> 借金を借金で延々と賄うことは理論的に非効率的である。ポンジーとは、20世紀初頭にポンジー・スキームという事実上のねずみ講で詐欺を働き、のちに投獄されたイタリア生まれの米国人詐欺師チャールズ・ポンジー(Charles Ponzi、本名 Carlo Pietro Giovanni Guglielmo Tebaldo Ponzi)に由来する。このポンジー・スキームとは、海外で購入する国際返信切手券(IRC: international reply coupon)による切手の交換レートと実際の外国為替の間に存在した価格差を利用した投資スキームであったが、1929年の世界大恐慌の頃に破綻した。

<sup>23</sup> 同様の視点の対立はフィッシャーの交換方程式 $M \cdot V = P \cdot T$ ( $M$ はマネーストック、 $V$ は流通速度、 $T$ は取引量)についても見られる。 $V$ を一定、 $T$ を外生変数とみなせば、この式は $M$ によって $P$ が決まるという方程式となる。これがマネタリストの考え方である。これに対して、 $M$ 、 $P$ 、 $T$ いずれも内生変数とすれば、この式は単に $V$ の定義式、つまり恒等式を描いたに過ぎない。この場合、 $M$ のみで $P$ を確定することはできない。これが反マネタリストの考え方である。

のように式(4-2)を均衡式ととらえれば、統合政府による財政政策や金融政策に応じて経済自体が調整し、最終的に $P$ が決まる。したがって、式(4-2)は $P$ を決める「理論」といえる<sup>24</sup>。

第2に、政府の政策運営姿勢をどう設定するかが論点となる。具体的には、ある時点での拡張的な財政政策がその後、どのような政策反応を引き起こすかがポイントとなる。例えば、政府が減税( $T$ の削減)や財政支出の増加( $G$ の増加)という形で拡張的な財政政策を行うとしよう。この場合、プライマリー・バランス $T-G$ が縮小し、式(4-2)の右辺は低下する。その上で、式(4-2)の等号が再度、成立するためのプロセスを巡っても争点がある。

まず、FTPL 批判派は、縮小したプライマリー・バランスを引き上げるために、政府が将来のどこかで増税( $T$ の増加)や歳出の削減( $G$ の削減)など引き締めの財政政策をとることで、式(4-2)の等号が再度、成立すると考える。つまりある時点での $T-G$ の低下は将来の $T-G$ の上昇で相殺される。これを「リカード的政策」(Ricardian policy)という。なぜならば、その場合、「リカードの中立命題」(Ricardian neutrality theorem)あるいは「リカードの等価定理」(Ricardian equivalence theorem)が成り立つからである。ここで中立命題とは、増減税や歳出増減などの財政政策は同額の家計の貯蓄を誘発するため経済の均衡経路に影響しない(つまり「中立」)という見方である。また、等価定理は、拡張的財政政策のために公債が発行 $\Delta B$ されても、結局は将来の増税につながるため、増税 $T$ と公債発行 $\Delta B$ は現在価値において等価であることを唱える。厳密には両者は異なる定理だが、中立命題における「家計の貯蓄の誘発」は等価定理における「将来の増税」を背景とするため、しばしば同義で扱われる。このようなリカード的政策がとられる場合、式(4-2)の左辺にある $P$ は均衡を実現させるための変数ではなくなる。

これに対して、FTPL では、財政出動によるプライマリー・バランス $T-G$ の縮小に対しては、物価 $P$ (左辺の分母)が上昇することで左辺が低下し、結果的に式(4-2)の等号が成り立つと考える。この場合、拡張的な財政政策( $T-G$ の縮小)によって、物価 $P$ が上

<sup>24</sup> Cochrane (2005) はやや異なる視点から、式(4-2)に FTPL を正当化する解釈を加えている。すなわち、コクランは同式を証券価格決定式と見る。つまり、右辺は政府が将来にわたって定期的に生み出す「実質収益」の現在価値である。これに沿う形で、左辺では政府の「株式価値」としての実質公債価値が決まる。これはあたかも政府自体を擬制資本ととらえた考え方である。このように、擬制資本として株式価値(株価)が決まるかのごとく、式(4-2)において実質債務価値が決まると主張している。その思いは Cochrane (2005) のタイトルである“Money as Stock”に表れている。こうした解釈は FTPL を支持する論者の間では共有されている。

がり、デフレやデシインフレからの脱却が可能となる。別の言い方をすれば、ある時期に  $T - G$  が縮小しても、政府は将来の  $T - G$  の復元、つまり財政引き締めにはコミットしない。これを「非リカード的政策」(non-Ricardian policy) という。なぜならば、この場合、上記の中立命題や等価定理が成り立たないからである。FTPL においては、この非リカード的政策が重要な前提となる。

第3に、モデルにおける経済主体の数も争点になる。FTPL では統合政府と民間部門の2つが登場する<sup>25</sup>。上述したように、FTPL では式(4-2)を均衡式ととらえる。この場合、ワルラス法則(Walras' law)<sup>26</sup>によって民間部門の均衡も同時に達成される。そうであれば、FTPL は必ずしも「財政理論」ではなく「民間部門理論」でもよいではないか、との批判もされている。つまり、統合政府の行動によって物価が決まるのではなく、民間部門の行動で物価が決まるとの解釈も可能となる。この場合、FTPL は財政政策や金融政策についての含意を失う<sup>27</sup>。

このように賛否の分断を伴いながらも、FTPL が今日のマクロ政策を評価する際の論点として重要性を増しつつある背景は、大規模な金融緩和がなされているにも関わらず物価の安定が実現していないという事実にある。こうした環境下、FTPL の支持者は、日本銀行、FRS、ECB、BoE など主要中央銀行のバランスシートは大きくなりすぎ、中央銀行財務の毀損などのリスクが無視できない状態になっているとの問題意識を持ち始めている<sup>28</sup>。したがって、現時点を基準とした場合、統合政府の直面する通時的財政状況は、式(4-2)において、さらなるシニョリッジを除いた(つまり  $\Delta M = 0$ )

$$\frac{B}{P} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{T - G}{(1+r)^t} \cdots (4-2')$$

であると考え。式(4-2')によって、 $T - G$  という財政政策こそが物価水準  $P$  を決めるという FTPL の主張がより鮮明に表現される<sup>29</sup>。

さらに FTPL は、式(4-2')に基づいて、財政政策に加えてもう一つの政策的主張を

<sup>25</sup> 暗黙には財市場も存在するが、財市場では  $Y = C + I + G$  という形で均衡(閉鎖経済の場合)が成り立っている。

<sup>26</sup> ワルラスの法則によると、 $N$  個の市場が存在する経済において、 $N$  個すべての市場の価格体系  $p$  と初期賦与量を基準とした超過需要関数  $z(p)$  について、 $\sum_{i=1}^N p_i \cdot z_i(p) = 0$  が成り立つ。つまり  $N$  個の市場のうち  $N - 1$  個が均衡すれば、残りの 1 個の市場も必ず均衡する。ワルラスの法則については Mas-Colell, Whinston and Green (1995), p.23、神取(2014)、207-209 頁などを参照。

<sup>27</sup> ワルラス法則の観点から FTPL を批判しているものとして Rogers (2006) が挙げられる。

<sup>28</sup> Sims (2016), pp.11-14.

<sup>29</sup> 式(4-2)に基づく FTPL では、財政政策  $T - G$  のみでなく量的金融政策  $\Delta M$  も物価に一定の影響を及ぼしていた点に注意。

展開する。それは、右辺分母の割引率  $r$  を引き上げよ、というものである。これは政府債務の魅力・信認を低下させ、投資家が要求するリスク・プレミアムの水準を引き上げよ、と主張することに等しい<sup>30</sup>。FTPL が前提とする非リカード型の政策運営では、プライマリー・バランス  $T - G$  が減少（財政悪化）してもそれを放置するため、 $r$  の上昇は左辺の  $P$  の上昇、つまりデフレからの脱却につながる、と考えているわけである。

以上から、今日の FTPL の政策的主張は①拡張的な財政政策によってプライマリー・バランス  $T - G$  を下げる、②割引率  $r$  を引き上げる、③ただし物価上昇が行きすぎ始めたら金融政策による引き締めを図る、④その場合でも非リカード型政策を前提とするため安易に財政政策を緊縮するべきではなく、この意味で政府は無責任になる必要がある<sup>31</sup>、という4点に集約できる。

その上で、FTPL の政策提言には以下の論点が残る。第1に、FTPL はその名の通り通時的な物価水準を決める理論であり、インフレ率の動学的な軌道については何も語らない。そのため「インフレ率を2%にアンカーさせる」など特定のインフレ率を念頭に置いた政策論にはそぐわない。科学としての一定の進展を見せてはいるが、日本経済に対する処方箋を書くという工学的な側面においては一段の発展余地を残している。

第2に、日本では公債残高の9割以上が国内投資家によって保有されており、実質割引率  $r$  の意図的な引き上げ（リスク・プレミアムの意図的な引き上げ）は国内主体の経済厚生を悪化させかねない。そのような経済厚生への毀損リスクを上回る便益が、年2%の物価上昇によってもたらされるかも確定的ではない。一般に、財政悪化によってリスク・プレミアムが上昇しやすい国とは、政府債務が自国資金ではなく海外資金によってファイナンスされている国である。例えば、どれほど財政状況が健全な国の債務であっても、それをファイナンスする海外投資家は必ず一定の為替リスクを負う。つまり、為替リスクも考慮

<sup>30</sup> 2017年1月29日の日本経済新聞（9面）に記載されたインタビュー記事で、FTPLを支持するシムズは日本の政府債務について「今は投資家にとって政府債務の魅力が強すぎる。投資家は安全を欲しており、国債が最大の投資先だ。この資金の流れを民間投資に向けるには、人々が『国債を持ちたくない』と思うように仕向けなければならないのだ」と述べている。これはリスク・プレミアムを通じた実質割引率  $r$  の上昇に該当する。

<sup>31</sup> Krugman (1998) は、流動性のわなの下、経済がデフレから脱却するに当たって、中央銀行が無責任であることを確信させる約束が必要だとした。すなわち Krugman (1998) は “If the central bank can credibly promise to be irresponsible - that is, convince the market that it will in fact allow prices to rise sufficiently - it can bootstrap the economy out of the trap.” とした。Krugman (1998), p.161 参照。これに対して、FTPL は政府が無責任になることの重要性を説く。なおクルーグマンはのちに Krugman (2015) で日本経済を再考するが、そこでは、長期停滞仮説を前提にすると、金融政策による期待への働きかけではインフレにはつながらないとして、Krugman (1998) で主張した無責任な中央銀行という考え方はもはや妥当ではないとする。

すると、海外投資家にとって、ファイナンス先の政府債務が文字通りの無リスクであることはない。したがって、程度にこそ差はあれ、海外資金による政府債務のファイナンスは一定のリスク・プレミアムを要求することになる。また、国内資金ではなく海外資金によって政府債務がファイナンスされる国とは、国内貯蓄が不足（貯蓄  $S <$  実物投資  $I$ ）している国、つまり経常収支赤字国である<sup>32</sup>。だからこそ政府債務に対するリスク・プレミアムを論じる際には、財政収支（政府という一経済主体の収支）だけではなく経常収支（一国そのものの収支）も見なくてはならない。これを念頭に置けば、30年を超える経常収支黒字の歴史を有し、世界最大の対外債権国、つまり世界最大の累積国内貯蓄余剰国である日本にとって、「政府債務のリスク・プレミアムを引き上げよ」という FTPL の提言も、それを実践することが難しい（貯蓄が余剰の中でリスク・プレミアムは具体化しにくいいため）。

第3に、仮に FTPL が提言するように、日本政府の債務のリスク・プレミアムが上がり、実質割引率  $r$  も上昇したとしよう。上述したように、日本では政府債務の9割以上が国内資金でファイナンスされており、それを媒介しているのが銀行や生保などの金融機関である。したがって、政府債務の信認の低下は、多額の公債を保有する銀行などを中心に金融システム問題を惹起する可能性がある。その場合、日本銀行の政策がプルーデンス政策に割り当てられ、物価安定を目的とする金融政策とのバランスを損なうリスクがある<sup>33</sup>。

第4に、プライマリー・バランス  $T - G$  を下げるべきだとの FTPL の主張は、先に紹介した IS・LM 分析同様、マクロ的には景気を刺激する効果が期待される。しかし、財政政策においては「どのような歳出を増やすのか、どのような減税をするのか」というミクロの視点（資源配分の視点）も欠かせない。ところが FTPL にはそれに関する提言がない。

それでも、大規模な金融緩和が物価の安定（前年比 2%のインフレ）につながっていない

<sup>32</sup> GDP を  $Y$ 、民間と政府による最終消費支出を  $C$ 、民間と政府による実物投資を  $I$ 、経常収支を  $CA$ 、貿易・サービス収支を  $NX$ 、民間と政府による貯蓄を  $S$ 、海外からの純要素所得を  $FI$  とする。定義上、 $CA \equiv NX + FI$  である。三面等価の原則により、 $Y$  は生産、分配、支出の三面において等価である。その場合、生産＝支出の関係から  $Y = C + I + NX$ 、生産＝分配の関係から  $Y = C + S - FI$  となる。つまり  $C + I + NX = C + S - FI$  である。ここから  $S - I = NX + FI \equiv CA$  となる。つまり国内貯蓄不足（ $S < I$ ）とは経常収支赤字（ $CA < 0$ ）と同義である。

<sup>33</sup> 大胆に分けるとすれば、景気・物価に働きかける金融政策の場合は金利、金融システムの安定化を図るプルーデンス政策の場合は量が鍵を握る。例えば、預金取り付け（bank run）の連鎖などによってシステムミック・リスクが懸念される状況では、金利ではなく文字通り多額の資金を供給する必要がある。したがって、仮に金利と量が互いに独立であれば、金融政策とプルーデンス政策は自由度 2 の運営が可能である。しかし、流動性のわな（平坦な LM 曲線）でない限り、金利と量は独立ではない。したがって、金融政策とプルーデンス政策は一般に独立な運営は難しい。独立した政策目標の数に対して少なくとも同数の独立した政策手段が求められるというティンバーゲンの定理が想起される。ティンバーゲンの定理については第2章注15参照。

いのも事実である。今後も FTPL は理論的精度（科学としての FTPL）や政策実務への適用度（工学としての FTPL）を高めながら、政策論の場での重要性を増すであろう。そしてその一形態が次に見る「ヘリコプターマネー」である。

### 1.4. 財政政策に軸足を移す政策論（3）：ヘリコプターマネー

今後のマクロ政策論を展望する際、FTPL と並んで無視できないのがヘリコプターマネー（ヘリコプタードロップともいう）である。しかも、ヘリコプターマネーは FTPL が政策に応用される際の一つのメカニズム・デザインと位置付けることができる。例えば、FTPL を支持する Cochrane (2016) は、ヘリコプターマネーは本質的に財政政策であるとして、それを FTPL の重要な応用ケースとしている<sup>34</sup>。また、FTPL とは独立した観点からヘリコプターマネーの意義を主張する見方もある。Turner (2015) は、ヘリコプターマネーはいつでも可能な手段であり、政府と中央銀行が弾切れになることはないと主張する<sup>35</sup>。また、Bernanke (2016c) も、FRS に残された政策手段を 3 つ挙げ、その 3 つ目をヘリコプターマネーとする<sup>36</sup>。

ヘリコプターマネーという表現は Friedman (1969) に遡る。同著でフリードマンは、ヘリコプターが飛んできて空から千ドルを紙幣でばら撒き、それを住民が直ちに入手するケースで一体、何が起きるかを論じた<sup>37</sup>。またその際、①ヘリコプターがばらまいたお金は回収されない、②ヘリコプターがお金をばらまくという奇跡は二度と起きない、という前提を立てた。一般にヘリコプターマネーというと単にお金をばらまく風景が想像されるが、そのお金が回収されないこととそれが二度と起きないことは重要な理論的前提である。

ただし、政策での実践を想定した場合、ヘリコプターマネーについて確立された定義や手法があるわけではない。しばしば金融政策と財政政策のポリシー・ミックスとの違いも

---

<sup>34</sup> Cochrane (2016) は “I think of helicopter money as a prime case for the FTPL, because helicopter money is a fiscal operation” としている。

<sup>35</sup> Turner (2015), p.1 参照。同書は、貨幣ファイナンス型の財政支出（のちにバーナンキが MFFP と呼ぶ政策）が不可避となる国として具体的に日本に言及している。またターナーは、2016 年 6 月 7 日の日本経済新聞（24 面）において「日本では公的債務の一部のマネタイゼーション（財政ファイナンス）がもはや避けられない」として、日本におけるヘリコプターマネーの意義を訴えている。

<sup>36</sup> バーナンキはヘリコプターマネーを MFFP と呼ぶ。Bernanke (2016c), p.3 参照。

<sup>37</sup> フリードマンは “Let us suppose now that one day a helicopter flies over this community and drops an additional \$1,000 in bills from the sky, which is, of course, hastily collected by members of the community. Let us suppose further that everyone is convinced that this is a unique event which will never be repeated.”（下線筆者）というケースを設定した。Friedman (1969), pp.4-5 参照。

論点となる。ただし、ヘリコプターマネーを構成する最も重要な要素は、増発された貨幣が回収されることはないということである。この点を踏まえて、ヘリコプターマネーを日本で実践するとすれば、その核となる要素は

- ① 無利子（ゼロクーポン）の
- ② 永久国債を
- ③ 日本銀行が引き受け（日本銀行の負債側で政府預金が増加）
- ④ 政府は政府預金を財源として拡張的な財政政策を実施（公共事業、税還付、補助金など）し
- ⑤ 日銀は引き受けた永久国債を保有し続ける

の5点である<sup>38</sup>。

②と⑤によって、この国債（永久国債）が償還されることはない、したがって増発された貨幣が回収されることはない、というメッセージが民間部門に伝わる<sup>39</sup>。これに対して、満期のある国債では、国債発行を財源に財政を出動しても、民間部門が将来の国債償還のための増税に身構えてしまい、かえって今日の貯蓄率を高める（今日の消費性向を下げる）可能性がある。これでは財政政策で経済の均衡経路を変えることができない。これが前出の「リカードの中立命題」である。

あるいは別の言い方をしてみよう。X兆円の税還付（事実上の減税）をするために、政府が満期のある国債を同額発行するとしよう。X兆円の国債を預金通貨によって買ったことで、民間部門のバランスシートの資産側では預金通貨がX兆円減り、国債がX兆円積み上がる。政府は国債発行で調達したX兆円を財源に、同額の税還付を行う。その結果、民間部門の資産側で新たにX兆円の預金通貨が計上される。この一連の財政行動によって、結局、民間部門が保有する純金融資産（負債を差し引いた金融資産）はX兆円増える（預金通貨は不変、国債がX兆円増加、負債は不変）。ここで、民間部門が将来の国債償還の

<sup>38</sup> 森田・門田（2016）、11頁参照。

<sup>39</sup> 永久国債の例として、1751年以降に英国で発行されたコンソル債（Consols）が挙げられることがある。当時の同国のペラム（Pelham）首相は、金利の低下を背景に、オーストリア継承戦争（1740-48年）中に大量に発行された4%国債の低利借り換えを進めようと考え、1749年末、4%国債から3%国債への低利借り換えの法律を成立させた。その後の1751年、当時存在した9種類の3%国債を1種類に整理統合（consolidate）した。この統合された3%国債は“Consolidated Threes”略して“Consols”（コンソル債）と呼ばれた。富田（2006）、95-98頁参照。なお、コンソル債は「永久に償還しないことを政府が約束した国債」ではなく「事前に償還期限を政府が定めぬ国債」（undated government bonds）である。実際、英国政府は、当時発行されたコンソル債や第1次世界大戦の際に発行されたコンソル債の一部を2014年以降、償還している。2014年10月31日の英国政府の発表文書<<https://www.gov.uk/government/news/chancellor-osborne-to-repay-part-of-our-first-world-war-debt>>（Accessed on March 21, 2018）を参照。

ための増税を織り込んだとしよう。この場合、民間部門のバランスシートでは「将来の税負担」という一種の未払い金が負債側でX兆円認識される。その結果、民間部門のバランスシートでは、資産側では預金通貨が不変、国債がX兆円増加となるが、負債側で新たに未払い金（将来の税負担）がX兆円増える。結局、税還付後の民間部門の純金融資産の規模は税還付前と何ら変わらない（＝資産X兆円増－負債X兆円増＝純金融資産の増分はゼロ）。つまり、将来の増税が認識される限り、国債発行によって税還付しようが、増税を財源として税還付しようが、両者は等価である。これが「リカードの等価定理」である。②と⑤はこのような中立命題や等価定理の回避を狙うものである。これは②と⑤によって、国債の元本償還が回避されることを意味する。

さらに、①と③によって、流通市場から離れた状態で無利子の国債が発行されることになる。そのため、国債の増発によって市場金利が上昇し、その結果、民間部門の支出行動が抑えられるというクラウドイング・アウトも回避される。同時に、これは政府の利払いコストの節約につながる。

④の財政出動を通じて、日本銀行の負債側では資金が政府預金からマネタリーベースに移る。これは財政支出をマネタリーベースで賄ったことと同じである。この点で、ヘリコプターマネーはまさにバーナンキのいう貨幣ファイナンス型財政プログラム（MFFP）である<sup>40</sup>。

③と⑤によって、統合政府（政府と日本銀行の連結会計）の外で保有される国債残高を抑制できる。

以上から、満期のある国債を市中発行することで財源を得る通常の財政政策と比べると、ヘリコプターマネーの特性として、

- (i) 等価定理（中立命題）の回避
- (ii) クラウドイング・アウトの回避
- (iii) 国債の元本償還の回避
- (iv) 政府の利払い負担の抑制
- (v) 統合政府（政府＋中央銀行）の外で保有される国債残高の抑制

の5点が挙げられる。したがって、ヘリコプターマネーが可能であれば、財政の持続性や健全性にとらわれることなく財政出動が可能となり、実体経済や物価を一定程度押し上げることもできるであろう。

---

<sup>40</sup> MFFP という用語は Bernanke (2016c) で初めて用いられた。



ここまで IS・LM モデル、FTPL、ヘリコプターマネーを通して、経済政策論の焦点が徐々に金融政策から財政政策に軸足を移す姿を見てきた。一方、日本では政治が近視眼的な、あるいは世代間の歪みを伴った政策を選好するリスクが高く、財政政策に軸足を移すことでかえって資源配分が歪められると懸念される。その結果、資本ストックと労働力の適切な配分が妨げられれば、潜在成長率ひいては自然利子率を高める機会をかえって逸しかねない<sup>41</sup>。このような懸念を念頭に置いたとき、果たして財政政策が主エンジン、金融政策が副エンジンという政策の構図はどの程度、現実的なものと言えるであろうか。

この問題意識は今後の中央銀行のあり方を問うきっかけにもなる。管理通貨制度の下での中央銀行の独立性は、単なる理論に基づく科学知としてではなく、歴史に基づく経験知として定着してきた。そうであれば、今後のさらなる経験知の蓄積によって、政府と中央銀行の関係は、従来の「独立」から新たな「協調」へとかじを切るのであろうか。以下では、ヘリコプターマネーを起点として、協調の現実性と必要性を考察する。

### 第2節 「協調」の現実性と必要性

#### 2.1. 統合政府の利点とコスト

日本においてヘリコプターマネーが政策手段となりうるかを評価する際、①統合政府(政府+中央銀行)を想定することの利点とコスト、②統合政府を想定することの現実性、③永久国債の発行の現実性、④統合政府を想定することの必要性、が主たる論点となる。

1 点目の統合政府の利点とコストから見ていこう。日本銀行が多額の国債を買い入れる中、政府と日本銀行を連結した統合政府で見れば、日本の財政の持続性を問題視する必要はないとの声が聞かれる<sup>42</sup>。以下では、日本銀行が国債を買う一方で地方債を買っていないという事実を踏まえて、統合政府を中央政府(国)と日本銀行を連結した政府と定義し、

<sup>41</sup> 実質 GDP 成長率を、資本ストック、労働力、全要素生産性 (TFP) など生産要素の寄与度に分解して成長要因を明らかにする手法として「成長会計」(growth accounting) が挙げられる。本文にあるように、資本ストックと労働量の賦与量が同じでも、両者の配分が歪む場合には、全要素生産性 (TFP) の伸びが低下し、長期的な成長率すなわち潜在成長率も下がる可能性はある。

<sup>42</sup> 2015 年 12 月 18 日の現代ビジネスへの寄稿文で、嘉悦大学教授の高橋洋一(元財務省職員)は「直近の政府のバランスシートがわからないので、正確にはいえないが、あえて概数でいえば、日銀も含めた連結ベースのネット国債は 150~200 兆円程度であろう。そのまま行くと、近い将来には、ネット国債はゼロに近くなるだろう。それに加えて、市中の国債は少なく、資産の裏付けのあるものばかりになるので、ある意味で財政再建が完了したともいえるのだ」(下線筆者)とした。現代ビジネス <<http://gendai.ismedia.jp/articles/-/47156>> (参照日: 2017 年 11 月 3 日) を参照。

地方政府は含めないこととする。これはあくまで簡便化のためであり、このことで議論の本質は変わらない。

実際に、中央政府<sup>43</sup>と日本銀行からなる統合政府のバランスシートを組み立ててみる(図4-4)。中央政府の債務残高が累増する中、長期国債と短期国債の発行残高はそれぞれ887.5兆円、104.2兆円(いずれも2017年末時点、以下同)にのぼる。一方、代表的な中央政府の金融資産としては、外貨準備140.7兆円、株式等・投資信託受益証券38.9兆円、政府預金15.5兆円などが挙げられる<sup>44</sup>。なお、金融資産から負債を控除した純金融資産は-860.3兆円と大幅なマイナスとなっており、一見すると中央政府の最終支払い能力は毀損(insolvent)している。しかし、中央政府の場合、徴税権に基づく今後の通時的な税収(厳密には生涯プライマリー・バランス黒字の現在価値)が未収金として本来、資産側で認識される<sup>45</sup>。したがって、徴税権があるがゆえに、純金融資産が大幅にマイナスとなる中でも、中央政府は最終支払い能力がある(solvent)とみなしうる。

一方、日本銀行を見ると、大規模な量的金融緩和により長期国債418.5兆円、短期国債22.2兆円が資産として計上されている。それにほぼ見合う形で、負債側ではマネタリーベースが475.2兆円(発行銀行券106.7兆円、当座預金368.5兆円)発行されている。

中央政府の国債発行残高から日本銀行保有分を差し引き、かつ日本銀行の負債である政府預金を中央政府の資産側にある政府預金と相殺することで両者を連結すると、統合政府のバランスシートが得られる。統合政府の負債としての国債(統合政府外で保有されている国債)は長期国債が469.0兆円、短期国債が82.0兆円となり、中央政府と比べると長期国債はほぼ半減する(ように見える)。一方で、マネタリーベースが475.2兆円と、長期国債を小幅、上回る規模で負債側に現れる。

<sup>43</sup> ここでの中央政府は日本銀行調査統計局(2017b)、3-22頁における定義に基づく。したがって中央政府には、一般会計、国有林野事業債務管理特別会計、社会資本整備事業特別会計(空港整備勘定を除く)、外国為替資金特別会計、食料安定供給特別会計(麦管理勘定、業務勘定を除く)、特許特別会計、交付税及び譲与税配付金特別会計、国債整理基金特別会計、エネルギー対策特別会計、財政投融资特別会計の特定国有財産整備勘定、東日本大震災復興特別会計、国際協力機構(有償資金協力業務を除く)、農業者年金基金の農地売買 貸借等勘定、中小企業基盤整備機構の一般勘定、国立大学法人等が含まれる。

<sup>44</sup> 外貨準備を管理する外国為替資金特別会計による円売り・外貨買い介入(平衡操作)や外貨運用収益の計上に伴って外為証券(2009年2月の割引短期国債TBとの名称統合以降は国庫短期証券T-bill)が発行される。外貨準備は中央政府の資産、外為証券(短期国債の一部)は負債であるため、外貨準備の増加はそれと平仄を合わせて短期国債という負債の増加を伴う。詳細は河上(2016)、90-94頁を参照。

<sup>45</sup> 政府の会計は原則、現金主義に基づくため、そのような未収金(将来の税収)は現時点での資産としては認識されない。

図 4-4 統合政府のバランスシート

中央政府				日本銀行			
(単位:兆円)				(単位:兆円)			
金融資産		負債・純金融資産		金融資産		負債・純金融資産	
外貨準備	140.7	長期国債	887.5	長期国債	418.5	マネタリーベース	475.2
政府預金	15.5	短期国債	104.2	短期国債	22.2	(発行銀行券)	(106.7)
株式等・投資信託受益証券	38.9	その他負債	92.7	リスク性国内有価証券	24.1	(当座預金)	(368.5)
貸付金	12.0			貸付金	48.5	政府預金	15.5
その他金融資産	17.0	純金融資産	-860.3	その他金融資産	8.1	その他負債	22.7
<b>合計</b>	<b>224.1</b>	<b>合計</b>	<b>224.1</b>	<b>合計</b>	<b>521.4</b>	純金融資産	8.0
				<b>合計</b>	<b>521.4</b>	<b>合計</b>	<b>521.4</b>

統合政府			
(単位:兆円)			
金融資産		負債・純金融資産	
外貨準備	140.7	マネタリーベース	475.2
リスク性国内有価証券	63.0	(発行銀行券)	(106.7)
貸付金	60.5	(当座預金)	(368.5)
その他金融資産	25.2	長期国債	469.0
		短期国債	82.0
		その他負債	137.6
		純金融資産	-874.4
<b>合計</b>	<b>289.4</b>	<b>合計</b>	<b>289.4</b>

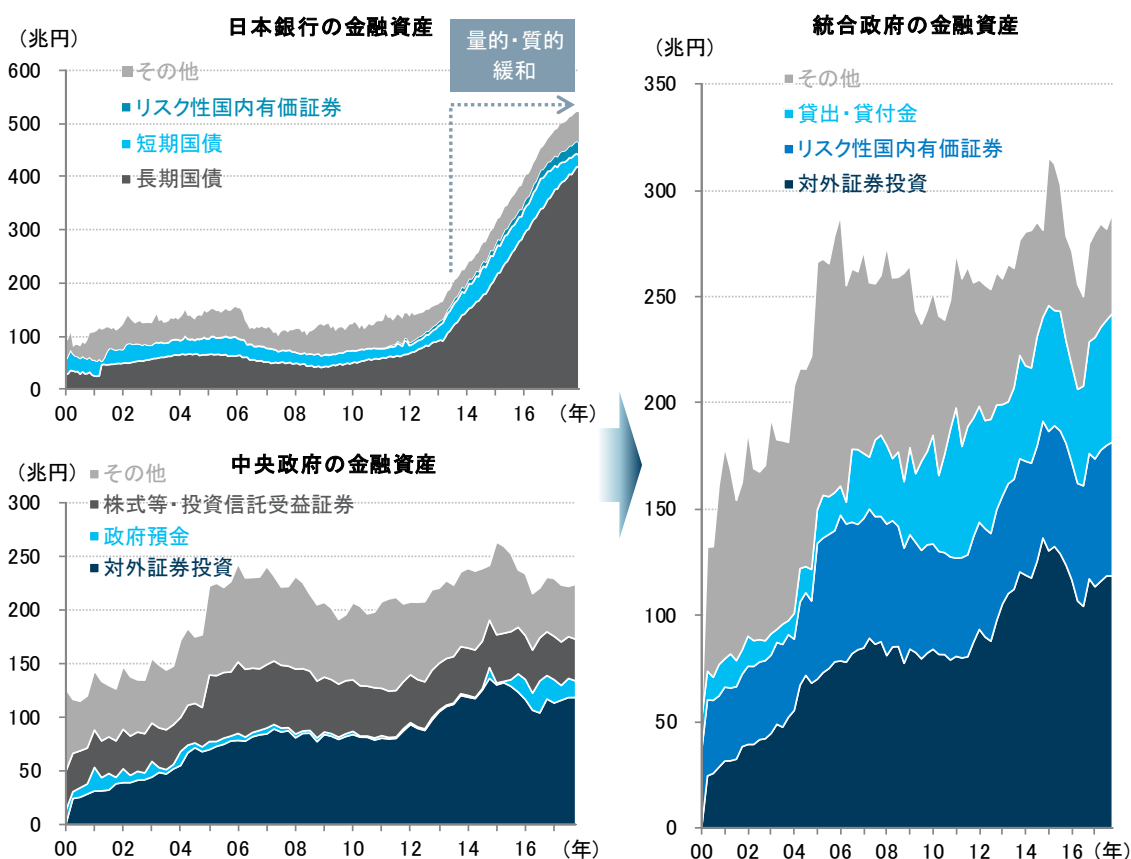
- (注) 1. 数値は 2017 年末時点。  
 2. ここでの「統合政府」は中央政府と日本銀行を連結した概念である。なお中央政府は日本銀行『資金循環』における定義に準拠しており、一般会計、国有林野事業債務管理特別会計、社会資本整備事業特別会計（空港整備勘定を除く）、外国為替資金特別会計、食料安定供給特別会計（麦管理勘定、業務勘定を除く）、特許特別会計、交付税及び譲与税配付金特別会計、国債整理基金特別会計、エネルギー対策特別会計、財政投融资特別会計の特定国有財産整備勘定、東日本大震災復興特別会計、国際協力機構（有償資金協力業務を除く）、農業者年金基金の農地売買貸借等勘定、中小企業基盤整備機構の一般勘定、国立大学法人等が含まれる。  
 3. 日本銀行の「リスク性国内有価証券」は株式、ETF、社債、CP、J-REIT。  
 4. 統合政府の「リスク性国内有価証券」は中央政府の株式等・投資信託受益証券に日本銀行のリスク性国内有価証券を加えたもの。  
 (出所) 財務省『外貨準備等の状況』、日本銀行『資金循環』、同『日本銀行勘定』より作成。

統合政府のバランスシートの組み立てを把握したところで、実際に統合政府の金融資産と負債の動きを時系列で見ると（金融資産が図 4-5、負債が図 4-6）、大きな変化を特に負債側に見て取れる。統合政府の負債としての長期国債残高（統合政府外で保有されている長期短期国債）は 2013 年 3 月末に 605.3 兆円でピークを打ち、足元では 500 兆円を下回っている。この意味では、少なくとも表面上は、統合政府の財政負担は減っているとの印

象を与える。一方、統合政府の負債として急増したのがマネタリーベース、とりわけ日本銀行当座預金である。大規模な量的緩和に伴って日本銀行が多額の国債を買う中、統合政府の負債は長期国債からマネタリーベースに移り変わってきている。

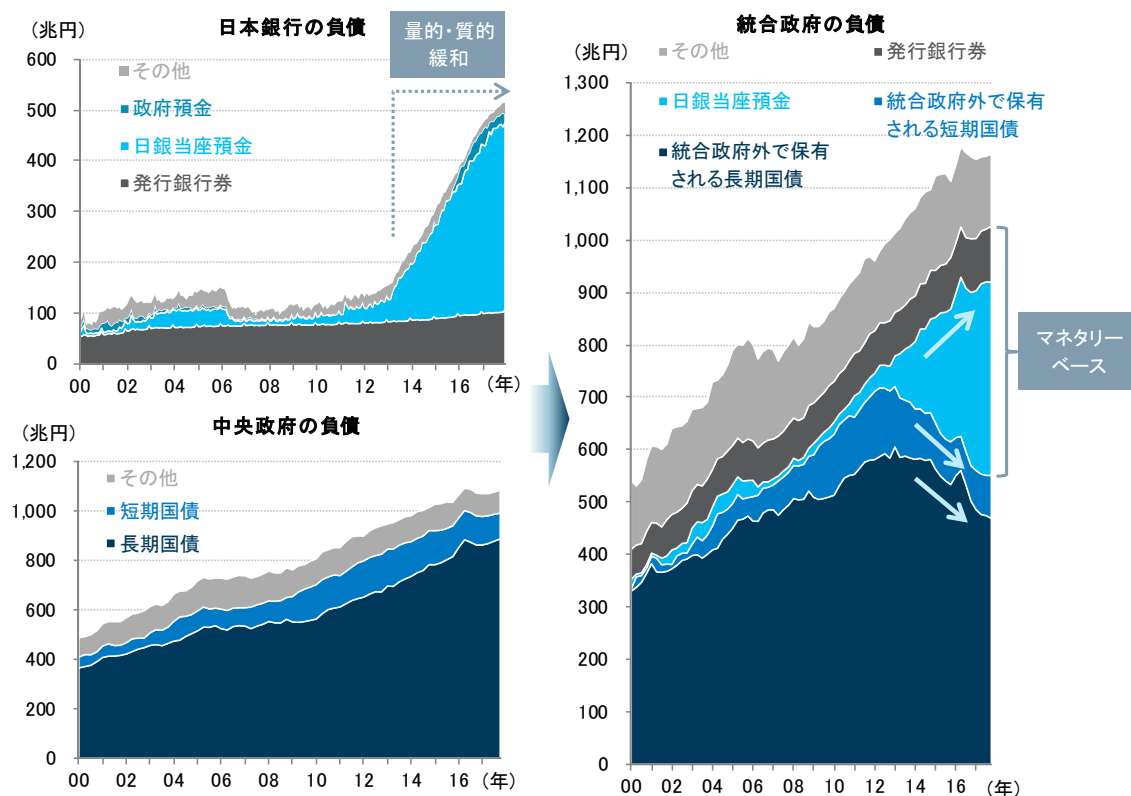
日本銀行当座預金がかつてのように無利子であり、かつイールドカーブが明確に順イールド（短期金利<長期金利）であった頃は、長期負債である長期国債から短期負債であるマネタリーベースへの負債の代替は、統合政府の財政コスト（利払い負担）の引き下げという意味合いを有した。これは統合政府を想定することのメリットといえる。一方、統合政府の資金調達に短期資金、つまりマネタリーベースへの依存度を高めるため、統合政府に基づく財政の持続性は、本来、財政健全化策とは独立の金融政策によって左右されやす

図 4-5 統合政府の金融資産



(注) 1. ここでの「統合政府」は中央政府と日本銀行を連結した概念である。なお中央政府の定義は図 4-4 に準ずる。  
 2. 日本銀行の「リスク性国内有価証券」は株式、ETF、社債、CP、J-REIT。  
 3. 統合政府の「リスク性国内有価証券」は中央政府の株式等・投資信託受益証券に日本銀行のリスク性国内有価証券を加えたもの。  
 (出所) 日本銀行『資金循環』、同『日本銀行勘定』より作成。

図 4-6 統合政府の負債



(注) ここでの「統合政府」は中央政府と日本銀行を連結した概念である。なお中央政府の定義は図 4-4 に準ずる。

(出所) 日本銀行『資金循環』、同『日本銀行勘定』より作成。

くなる。こちらは統合政府を想定することのコストといえよう。

このような利点とコストを比べたとき、今日では利点の意味合いが薄れている。日本銀行はマネタリーベースの過半を占める超過準備に付利しており、マイナス金利を適用し始めた 2016 年 2 月以降も同預金の平均利回りはプラスである。加えて、イールドカーブはフラット化しており、長短金利差は非常に小さい。したがって、統合政府という概念を導入することで長期国債からマネタリーベースへの負債代替が可能になるとしても、それによる財政節約効果はすでに小さい。

一方、統合政府のコストである短期資金への依存度の上昇は進んでいる。これは将来のどこかで日本銀行が出口を模索し、超過準備の付利を引き上げる局面に至ったとき、直ちに統合政府の財政負担が高まることを意味する。また、日本銀行が出口を模索する局面では、中央政府が発行する国債のうち日本銀行が買い手となる割合は下がるはずである。その結果、市場はより高い利回りを要求することとなり、統合政府が負担する財政の限界コ

ストに相当する国債の発行利回りも上がるであろう。

この意味で、統合政府で見た財政の持続性は日本銀行の金融政策の局面に強く左右される。日本銀行が出口に至れば、それが統合政府であろうと、我々が普段語る一般政府（中央政府、地方政府、社会保障基金）であろうと、財政の健全性は問われる。金融政策の緩和局面から出口までを俯瞰する通時的な観点に立った場合、統合政府の利点のみを強調することは適切とはいえない。

### 2.2. 統合政府の現実性

統合政府については、概念上のメリットやコストに加えて、現実性も検討されなくてはならない。そもそも中央政府と日本銀行は法的に異なる主体である。この意味で、統合政府は観念的なものである。このような統合政府のバランスシートが実在しうるには、日本銀行が大量に保有する国債（日本銀行の資産、中央政府の負債）を実際に償却するに足る財務力を有することが前提となる。つまり政府と中央銀行の間での債務相殺（*debt cancellation*）の現実性が評価されなくてはならない。

結論からいえば、そのような債務相殺は現実性を欠く。問題は、日本銀行には多額の国債を償却するだけの自己資本がないことである。それでも日本銀行が多額の国債を償却し、その分、自己資本が毀損ひいては債務超過に陥るとしよう。日本銀行の国債償却により、政府は本来払わなくてはならない将来の元本償還を節約できる。それを財源として、日本銀行の損失を補償（日本銀行への資本注入）することは財務的には可能であろう。ただしこの場合でも、国債の償却がなかった場合の元本の償還が日本銀行への出資に変わるだけで、政府から日本銀行への通時的なキャッシュ・フローの現在価値は変わらない。やはり、統合政府という概念を持ち込むことで、財政の持続性が高まるわけではない。

加えて、統合政府の制度設計、すなわちメカニズム・デザインも考慮される必要がある。仮に統合政府なるものが実在しえたとして、統合政府における政府と中央銀行の関係が「従属」ではなく「協調」という形で自律的に維持されるには、制度の設計が重要となる。ヘリコプターマネーを推奨する論者も、最終的に制度設計の議論になると主張が明瞭さを欠く。例えば、先に挙げた **Turner (2015)** も、ヘリコプターマネーが奏功するには別途、政治経済学的なルールや責任の明確化などが求められる、という条件付けをしてい

る<sup>46</sup>。

同じく先に挙げた Bernanke (2016c) はもう少し具体的である。バーナンキは、中央銀行に特別財政勘定 (special Treasury account) を作り、中央銀行が必要とみなす時に必要なだけの資金を同勘定に供給し、その後、政府が同勘定における資金を財源として財政出動を図る案を提唱する<sup>47</sup>。ここでのポイントは、最初に動く (first mover) のが政府ではなく中央銀行であるという点にある。つまり、金融政策が先決され、財政政策が事後的に決まるという制度にすることで、シュタッケルベルク・モデルの意味で中央銀行が leader、政府が follower となる<sup>48</sup>。これは、政府を leader、中央銀行を follower とする Sargent and Wallace (1981) とちょうど逆である。確かに、これによって中央銀行が政府にとっての打ち出の小槌となる事態が避けられるかもしれない。しかし、市場金利がすでに極端に低い今日では、やはり通常のポリシー・ミックスに対する優位性は見えてこない。制度設計という観点からは統合政府の現実性は低い。

### 2.3. 永久国債の現実性

日本銀行による国債の償却が現実的とは言い難い中、中央政府が永久国債を発行するという案も政策関係者から聞こえてくる<sup>49</sup>。なお、民間金融機関のリスク管理や市場の流動性などを踏まえると、多額の永久国債をいきなり市場で消化することは難しい。したがって、永久国債の発行すなわち債務の永久化 (debt perpetualization) というときは、通常、日本銀行保有国債の永久国債への転換、あるいは永久国債の日本銀行引き受けが想定される。

永久国債の発行および中央銀行による同国債の引き受けの現実性は、各国の法律や制度によって異なる。以下に見るように、日本の現行法は永久国債の発行も日本銀行引き受けも許容していない。

---

<sup>46</sup> Turner (2015) は “But the challenge is to design a set of institutions, rules and belief systems which has as high as possible a probability of surviving and which strikes an optimal balance between (i) avoiding the dangers of excessive political discretion and (ii) avoiding the danger that discretion is not available when needed.” としている。Turner (2015), p.26 参照。

<sup>47</sup> Bernanke (2016c), pp.4-6 を参照。

<sup>48</sup> シュタッケルベルク・モデルについては第3章注79を参照。

<sup>49</sup> 2016年7月14日のブルームバーグ記事は、元FRB議長のバーナンキが、安倍首相の政策アドバイザーである本田悦朗と4月に面会した際、永久国債の発行を伴うヘリコプターマネーをデフレ脱却の最強の政策として推奨した、と報じている <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-14/bernanke-floated-japan-perpetual-bonds-idea-to-abe-adviser-honda>> (参照日: 2018年1月17日)。ただしバーナンキ自身はそのようなアドバイスをしたとは明らかにしていない。

まず発行については、特別会計に関する法律（通称、特別会計法）第42条第2項が鍵となる。同条に基づいて規定されているのが、国債の償還に関わる60年償還ルールである<sup>50</sup>。国債の発行額や発行残高に対して法的制約をかけている国はあるが、日本のように償還と借り換えのバランスを法律で規定する国は珍しい。だからこそ、この制度が認知されないままに日本に関する永久国債の議論が進んでしまうことが特に海外で多い。この償還ルールを前提とする限り、永久国債どころか満期が60年を超える国債さえ日本では発行できない<sup>51</sup>。

一方、日本銀行による国債の引き受けが財政法第5条で禁じられていることは、海外の政策当局や市場関係者にも比較的良好に知られている<sup>52</sup>。ただし、知られているからこそ、同条の但し書きである「特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りでない（＝日本銀行による引き受けは否定されない）」（カッコ内は筆者）という部分を引用して、永久国債の日本銀行引き受けは現行の財政法の下でも可能だとする主張が聞かれる。しかし、この但し書きが適用されるのは、日本銀行によるいわゆる借換引き受けの場合である。すなわち、日本銀行がオペを通じて買い入れた国債のうち償還期限が到来するものについて、同行は各年度の政策委員会の議決を経て、借り換えのために発行される割引短期国債（通常1年物）を引き受ける。これが借換引き受けである。また、同行が引き受けた割引短期国債は原則、翌年度に全額、現金償還される<sup>53</sup>。このような借換引き受けが財政法の下で許容されているのは、これがマネタリーベースの膨張につながるからである。この観点に立てば、マネタリーベースの膨張につながる永久国債の日本銀行引き受けは、財政法第5条の但し書きでも許容されないと解釈するのが自然である。

無論、特別会計法も財政法も国会によって改正することはできるし、新たな法律を作ることでも可能である。しかし、法改正に踏み込んでまで永久国債を発行しようとする声は政府・与党においても小さい。

なお、日本銀行による永久国債の引き受けではなく、同行保有国債の永久国債への転換についても、やはり現実的とは言い難い。現在、日本銀行が保有する国債は財政法第4条

---

<sup>50</sup> 特別会計に関する法律第42条第2項および60年償還ルールについては第3章注17で詳細を述べている。

<sup>51</sup> 2018年4月現在、最も満期の長い日本国債は40年である。

<sup>52</sup> 財政法第5条については序章注30を参照。

<sup>53</sup> 例外的に、日本銀行はさらに翌年度も割引短期国債を借換引き受けすることがある。



に基づく国債（建設国債）や、各年度の特例公債法に基づく国債（赤字国債）など、固有の法律に基づいて発行されたものである。したがって、新たな法律や法改正を必要とする永久国債に転換するには、現在保有している国債を日本銀行が一旦、償却するのが筋である。日本銀行の自己資本の規模を踏まえると、この償却がいかに難しいかはすでに述べた通りである。

永久国債の問題は法律にとどまらない。政府（内閣府）が2020年度の国・地方のプライマリー・バランス黒字化を難しいと試算する中、日本銀行も永久国債の引受けを政策の軸に据える誘因を持つとは考え難い。財政の健全化に向けて強く明確なコミットメントを示すのは政府の責任である。この点をあいまいにすると、国債の発行・消化を助けるために日本銀行は永久国債を引き受けるべきだという具合に、金融政策を国債管理政策に組み込むことになる。日本銀行が多額の国債を買っているという事実が、金融政策は国債管理政策の一環をなすとの解釈にすり替えられてしまうことは、歴史の教訓として避けなくてはならない。

### 2.4. 統合政府を前提とする政策の必要性

ここまでは統合政府を、政府と中央銀行が協調することで政策を遂行する姿を描くための観念的なツールと位置付け、その法的あるいは制度的な現実性を問うてきた。しかし政策の観点からは、現実性に加えて必要性も検証されなくてはならない。なぜならば、統合政府については現実性以上に低いのが必要性だからである。

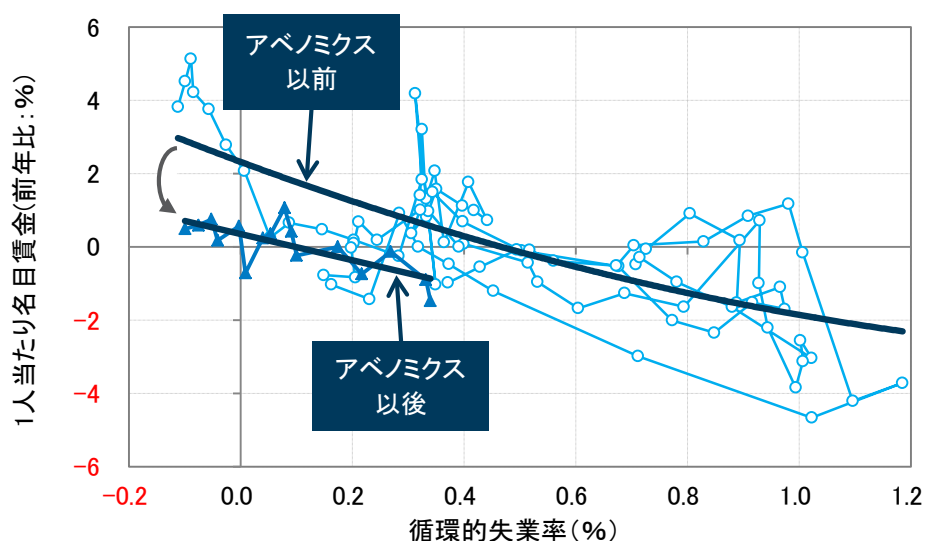
第1に、財政資金の節約効果は、統合政府という概念を持ち出してヘリコプターマネーに頼らなくとも、イールドカーブの低位フラット化という形ですでに表れている。中央銀行の独立性が損なわれかねないコストに見合うほどの財政節約効果が、統合政府を導入することによって生まれる余地は小さい。

第2に、日本経済の需要不足幅は小さい。有効需要の不足度合いは需給ギャップのマイナス幅で測定できるが、内閣府の推計によると、需給ギャップは2018年1～3月期時点で潜在GDP比+0.2%とプラス、つまり小幅ながら需要超過となっている<sup>54</sup>。こうした中、賃金版フィリップス曲線を見ると、アベノミクス以前と比べて下方にシフトしていることが分かる（図4-7）。この下方シフトの背景には、給与水準の高い世代が退職期に入り、給与水準の低い世代が新規労働力として代替するという労働力の世代交代つまり人口動態が

<sup>54</sup> 前出図2-21参照。

強く作用している。一方、同曲線の横軸である循環的失業率は足元ではほぼゼロであり、労働市場は完全雇用に近い。ここから、日本経済が直面する課題は、需給ギャップや失業率の循環的な動きではなく、人口動態に根差す労働力の世代交代を一因とする予想インフレ率の抑制と指摘することができる。

図 4-7 アベノミクス前後の賃金版フィリップス曲線



- (注) 1. 1991年1～3月期から2012年10～12月期までを「アベノミクス以前」、その後を「アベノミクス以後」としている。  
 2. 循環的失業率≡失業率－構造的失業率。  
 ただし構造的失業率は「摩擦的失業率」（失業率と欠員率が等しくなる時の失業率）を使用。  
 (出所) 総務省『労働力調査』、厚生労働省『一般職業紹介状況』、内閣府『国民経済計算』より作成。

日本経済が需要不足に直面し、失業率も上昇し続けている局面であれば、大規模な財政出動を伴うヘリコプターマネーも求められるかもしれない。その場合には、中央銀行が政府と協調することで統合政府なる概念が具現化することもありうる。しかし、日本の症状は、人手不足に象徴されるように、多分に供給側に根差しており、ヘリコプターマネーは最適な処方箋とはいえない<sup>55</sup>。黒田日本銀行総裁も、日本銀行が目指す安定的な物価上昇

<sup>55</sup> 供給側に問題があるときにはヘリコプターマネーが有効な手段ではないことを Bernanke (2016c) も認めている。Bernanke (2016c) は注5で “In other words, I am assuming here that the economy’s problem is a shortage of aggregate demand. An MFFP would not be helpful, and could well be counterproductive, if slow growth arises from other factors, like weak productivity performance.” としている。ここで MFFP は money-financed fiscal program の略であり、ヘリコプターマネーに相当する。

(CPI 前年比 2%上昇) は、需給ギャップを需要超過に誘導した結果としての 2%インフレではなく、需給ギャップがほぼゼロのときに実現する 2%インフレであると述べている<sup>56</sup>。これはフィリップス曲線の切片が 2%となることに他ならない。このような状態を達成する上で財政政策と金融政策のポリシー・ミックスに一定の意義を認めるとしても、増発された貨幣が回収されることはないとするヘリコプターマネーの必要性を示唆するものではない。

ここまでの議論で示されるように、統合政府という概念の導入、政府債務の相殺、永久国債の発行、ヘリコプターマネーの採用などはいずれも、法律上の制約、日本銀行当座預金への付利という中央銀行業務の変化、将来の出口も含めた金融政策の通時的な局面変化、需給ギャップやフィリップス曲線など経済ファンダメンタルズに基づく必要性の検証などを踏まえると、日本経済の現実的な処方箋とは位置付けられない。すなわち、統合政府という器のもとに、中央銀行を政府と制度的に協調させることを、今日の日本経済は必要としていない。

### 第3節 自然利子率の低下と金融政策の対応

#### 3.1. 強まる供給制約

日本経済が今後、直面するのは厳しい供給制約である。1882年に開業した日本銀行が銀行券を発行し始めたのは1885年であるが<sup>57</sup>、その後の経済成長の概略をとらえるため、

<sup>56</sup> 日本銀行<[http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2013/ko130920a.htm/](http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2013/ko130920a.htm/)> (参照日：2017年12月23日)を参照。

<sup>57</sup> 1882年10月10日、日本銀行は文書局、金庫局、割引局、計算局、株式局の5局体制で開業し、1885年5月9日、銀貨兌換銀行券の発行を始めた。当時の日本は、法律上は金銀複本位制であったが、海外流出による国内金準備の不足から、日本銀行の発券制度は事実上の銀本位制で始まった。吉野(1978)、108頁などを参照。なお、その後、日本は1897年に金本位制に移る。その背景は以下のとおりである。1893年6月26日、インドが銀貨の自由鑄造を禁止し、英ポンド金貨にペッグした金為替本位制に移行すると、銀価格は暴落した。当然、銀本位制に基づく日本円は金本位制採用国の通貨に対して急速に減価し、日本は強いインフレ圧力にさらされた。その結果、政府内でも日本が銀本位制を維持することへの疑問が強まった。そのような中、1897年3月29日、金本位制の採用を謳う貨幣法が公布され、同年10月1日に施行された。同法の施行により、日本は金本位制に移行した。日本は日清戦争(1894年8月1日～1895年3月31日休戦)による勝利で得た賠償金(857.9万kgを超える銀、当時の日本円で3億6400万円)を、清国に対して英ポンド金貨(3800万ポンド)で支払わせ、その一部(当初は8000万円を上限とした)は日本銀行ロンドン代理店である横浜正金銀行ロンドン支店に預け入れられた。日本銀行はこの英ポンド金貨をイングランド銀行に預託した上で、それを正貨準備に充当して兌換銀行券を発行した。これが、当時の日本が金本位制を採用したときの初期の構図であった。金貨あるいは金地金ではなく金兌換の英国ポンド預金を在外正貨として正貨準備に充当したという点から、当時の日本は金本位制のうちの「金為替本位制」を採用したといえる。

1900年以降の日本の実質GDP成長率を見ておこう。そこから、今日の低成長が単なる需要不足によるものではないことが浮かび上がる。

ヨーゼフ・シュンペーター (Joseph Alois Schumpeter, 1883-1950) は Schumpeter (1939) で、景気循環には4つの異なるサイクルがあると論じた。第1に、約50年の長期サイクルを持つ「コンドラチェフ波動」(the Kondratieff) である。これは大きな技術革新による経済の供給体制の構造変化を背景として生じるとされる。なお、日本の景気循環を研究対象とした森(1997)では、コンドラチェフ波動の周期は約48~60年とされている<sup>58</sup>。第2に、中期循環としての「クズネツツ波動」(the Kuznets) で、約15~25年の周期を持つ。これは建築投資のサイクルと重なる傾向があるため「建設循環」とも呼ばれるが、都市開発、交通施設の建設、労働力の変動などとも結びついている。第3に、主循環とも呼ばれる「ジュグラー波動」(the Juglar) で、約7~10年の周期を持つ。これは設備投資の変動と結び付けて説明されることが多い。第4に、短期循環である「キチン波動」(the Kitchin) で約3~4年の周期を持つ。これは在庫投資の変動を背景とする。

これら4つのサイクルを需要側と供給側に分けるとすれば、長期サイクルであるコンドラチェフ波動は、技術革新など相対的に供給側の変化をとらえるものといえる。一方、その他3つのサイクルは異なる周期に応じた需要側の変化をより反映する。供給側の変化をとらえる上でコンドラチェフ波動に注目するとすれば、その周期が約50年であることから、拡張と後退はそれぞれ25年程度の長さで現れると考えられる。また長い視点から需要側の変動をとらえるとすれば主循環であるジュグラー波動に注目できる。同波動の周期が15~25年ということは、拡張と後退がそれぞれ10年程度の長さで現れると解釈できる。

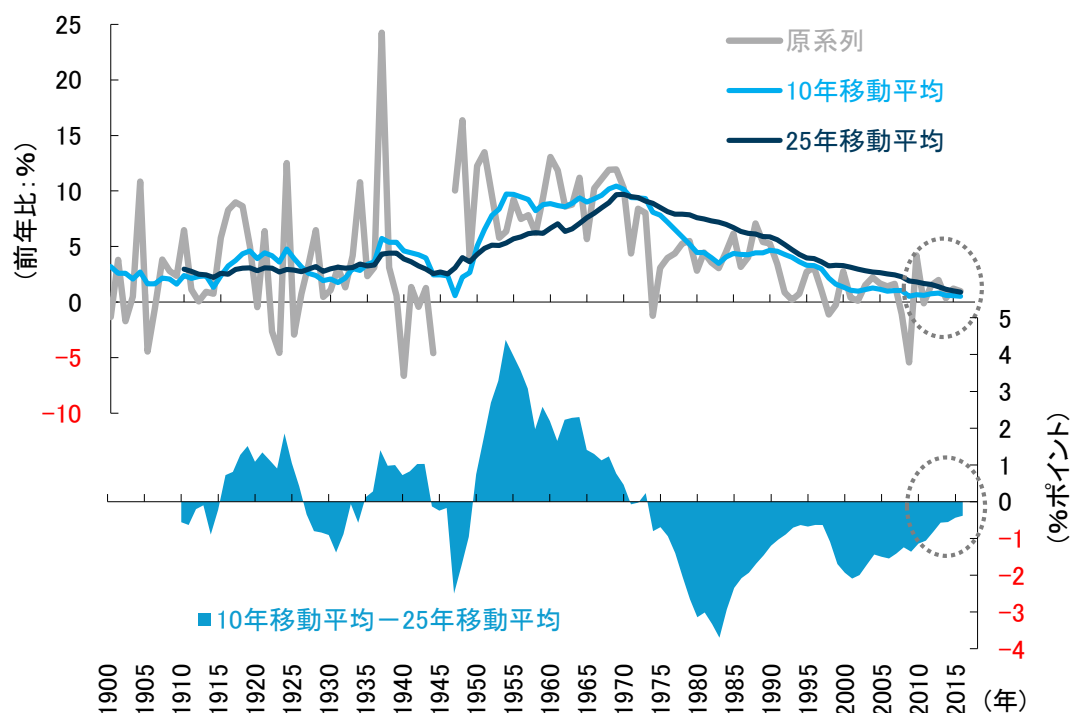
そこで、1900年以降の日本の実質GDP成長率(前年比)を25年移動平均と10年移動平均で表し、同時に、両者の差(10年移動平均-25年移動平均)も示した(図4-8)。ここで25年移動平均はコンドラチェフ波動を踏まえた供給側の変動、10年移動平均はジュグラー波動を踏まえた需要の長期的な変動をとらえる。まず25年移動平均は足元で1%を下回った。これは少なくとも1900年代以降の最低である。加えて、10年移動平均も2010年ごろから0.5%程度で低迷している。しかもこの10年移動平均も1900年以降の最低である。その結果、両者の差(10年移動平均-25年移動平均)は-0.4%ポイント程度とゼロに近い。

---

<sup>58</sup> 森(1997)、142-143頁。

これは何を意味するのか。10年移動平均を需要側、25年移動平均を供給側の変数と解釈すると、実はこの10年移動平均と25年移動平均の乖離は需給ギャップの代理変数と位置付けられる。需給ギャップを直接見ることと比べると、①10年と25年の移動平均を示すことで需要側と供給側それぞれの動きも併せて示すことができる、②GDPの原データからの再現性が高い<sup>59</sup>、などの点で図4-8は利点を持つ。この点を踏まえて、改めて図4-8を見ると、今日の日本経済の低迷が需要不足（10年移動平均と25年移動平均のマイナス方向への乖離）を主因とするものではなく、供給側（25年移動平均）自体の制約が強くなっていることが読み取れる。

図 4-8 日本の実質 GDP 成長率



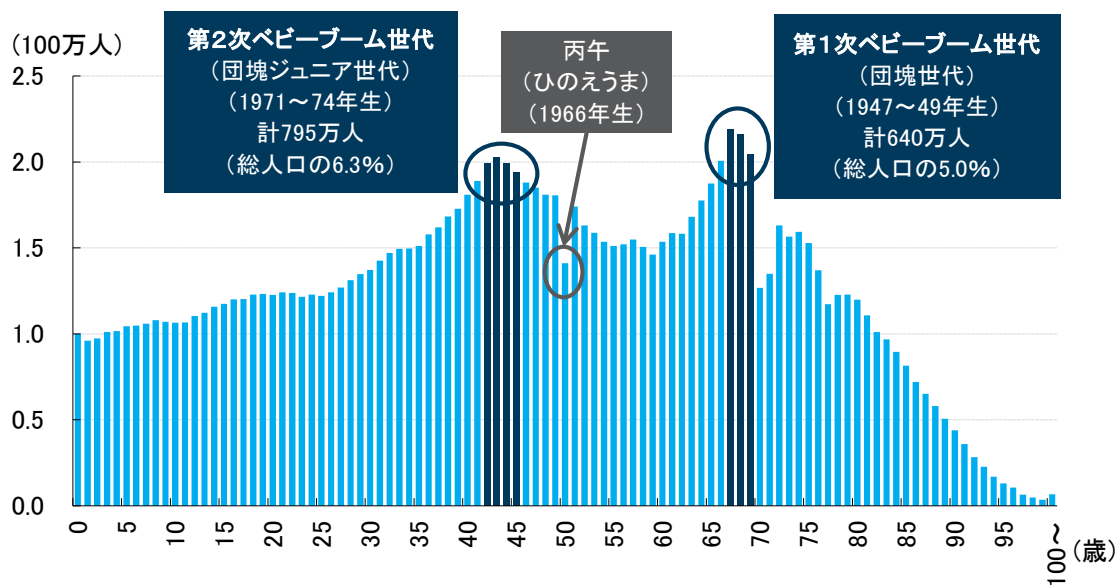
(注) 1. 1955年までは一橋大学経済研究所、それ以降は内閣府。  
 2. 1945～46年の成長率は第2次世界大戦によりデータが欠損。  
 3. 日本のGDPは1885年以降が利用可能となっている。そのため、上図の「25年移動平均」および下図の「10年移動平均－25年移動平均」は1910年以降が図示されている。  
 (出所) 一橋大学経済研究所『長期経済統計(LTES)』、内閣府『国民経済計算』より作成。

<sup>59</sup> 需給ギャップを算出する際には、成長会計に基づく潜在GDPの推計が必要となるが、推計期間、生産要素の適正稼働率、生産関数の関数形（特に同次性の設定次第で規模に関する収穫の逓減・逓増が左右される）、データの利用可能性などにより、推計結果には相当な差異が生じる。これに対して、図4-8はGDPの原データさえ入手できれば、誰が計算しても同じ結果が得られるという意味で、データの再現性が高い。

しかも、供給能力を規定する人口動態を踏まえると、今後、労働力の確保は一段と難しくなる。第1章第3節で見たように、日本の生産年齢人口比率は2050年には、主要先進国の中で逸早く50%近辺に下がる。

より近い将来に目を向けると、2017年以降、日本で最も人口層が厚い第1次ベビーブーム世代（1947～49年生まれ）が70歳に到達する（図4-9）。そのため、70歳以上の人口増加率は2017年以降、一時的に急速に高まる（図4-10）。現行法<sup>60</sup>では、日本の事業主は65歳まで希望者全員の再雇用を義務付けられており、さらに、本人の希望、健康状態、会社側の条件などが合致すれば70歳までの雇用が可能となっている。したがって、第1次ベビーブーム世代が70歳に達する2017年以降、同世代は本格的な退職期に入る。一方、労働力の中心をなす15～69歳人口は1999年以降、減り続けているが、その減少ペースは2030年になっても緩まない。

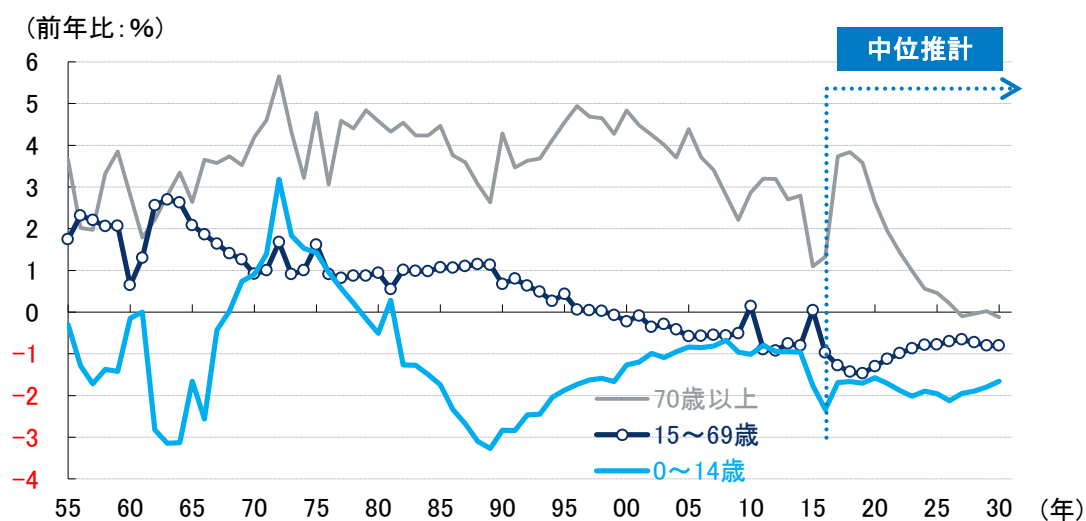
図 4-9 日本の年齢別人口分布（2016年時点）



(出所) 国立社会保障・人口問題研究所『人口統計資料集 2018年版』より作成。

<sup>60</sup> 2013年4月に施行された改正高年齢者雇用安定法を指す。

図 4-10 日本の将来推計人口



(注) 2015年までは実績値、2016年以降は出生中位・死亡中位推計に基づく。  
 (出所) 総務省『人口推計』、国立社会保障・人口問題研究所『日本の将来推計人口』より作成。

また今後の労働供給の担い手として期待される女性についても、しばしばM字型カーブと称されてきた20歳代後半から30歳代半ばにかけての女性の労働参加率(当該年齢人口に占める就業者と失業者の割合)の落ち込み<sup>61</sup>も、すでに日本では過去のものとなりつつある(図4-11左図)。したがって、M字問題を解決することで新たに得られる限界的な女性労働供給は過去と比べて減っている。しかも、日本の女性労働参加率はすでに米国に並んでおり、世界的に見て低いわけではない(同右図)。もちろんスウェーデン、ドイツ、フランスなどに比べると低いことから、日本の女性労働参加率についても一段の引き上げ余地が残されているとはいえるが、そのためには社会保障制度の抜本改革など、景気対策とは異なる政策も求められる。

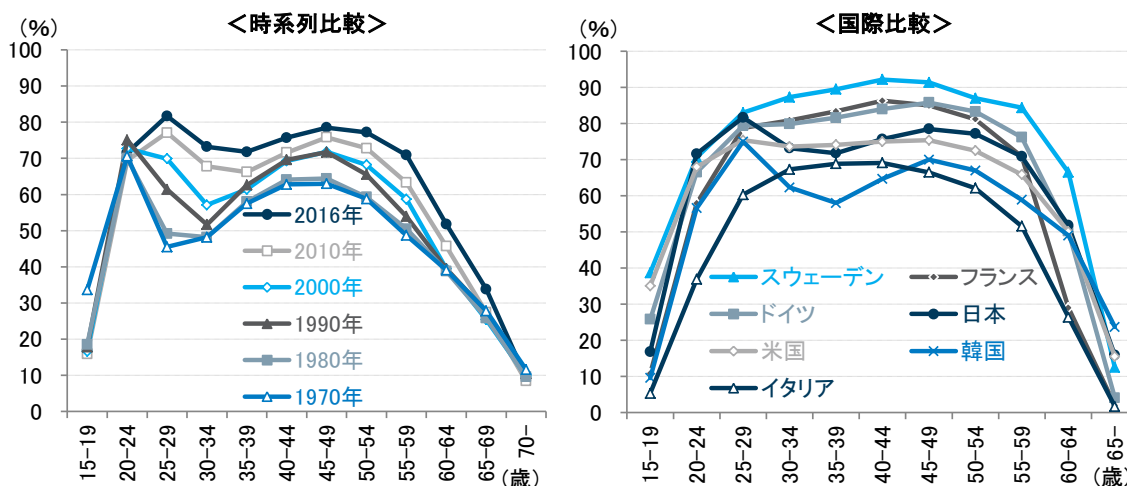
一定の前提<sup>62</sup>の下、「自然利子率 $\bar{r}$ ≒潜在成長率 $\bar{g}$ 」という近似式が得られることは第2章第1節で見た。人口動態や女性労働参加率などに見る供給制約の強まりは、今後、日本の潜在成長率 $\bar{g}$ が一段と強い下押し圧力にさらされる可能性を物語る。その場合、すでに低水準にある自然利子率 $\bar{r}$ にさらなる下方圧力がかかることも想定される。同時に、ニューケインジアン・モデルの期待IS曲線(前出式(2-2))における実質金利ギャップ

<sup>61</sup> 女性の年齢別労働参加率がM字となりやすい理由として、結婚、出産、育児などによる就業の中断が挙げられる。河野(2007)、22頁を参照。

<sup>62</sup> 第2章注14で示した主な前提は①相対的リスク回避度 $\mu \equiv 1$ (ただし1ではない)、②時間選好率 $\rho \equiv 0$ 、③労働力人口の成長率 $n \equiv 0$ であった。

$(i_t - E_t \pi_{t+1} - \bar{r})$  をマイナスにすることも、これまで以上に難しくなる。これは中央銀行に重要な課題を突き付ける。なぜならば、金融政策が実体経済を押し上げる力が今後、構造的に弱まることを意味するからである。

図 4-11 年齢別に見た日本の女性労働参加率



(注) 1. ここでの労働参加率は各年齢層の人口に占める労働力人口（就業者と失業者）の割合。  
 2. 右図においては日本、韓国、米国は2016年、それ以外は2015年の値。  
 (出所) 総務省『労働力調査』、ILO “ILOSTAT”より作成。

### 3.2. 技術論から制度・構造論へ

振り返れば日本銀行の歴史は概ね経済成長とともにあった。日本銀行が開業する1年前の1881年10月21日に大蔵卿（後の大蔵大臣、現在の財務大臣）に就いた松方正義は、西南戦争<sup>63</sup>（1877年）の下で明治政府が戦費調達のために乱発した不換紙幣（政府紙幣や国立銀行紙幣）こそがインフレの元凶であると考え、不換紙幣の回収・消却（償却ではなく文字通りの焼却による消却）を進めた。そのための手段と位置付けられた緊縮財政により、経済はデフレに陥った<sup>64</sup>。不換紙幣の回収を目的とした当時の緊縮的な財政運営は「松方財政」ないし「松方デフレ」と呼ばれた。繭、米など農産物価格が下落したことで、農村部の窮乏はとりわけ厳しいものであった。一方、そのような緊縮財政により不換紙幣を十分消却するだけの財政余剰が生じたのも事実である。不換紙幣の償却を進める中、松

<sup>63</sup> 1877年（明治10）1月30日、鹿児島県の私学校生徒が火薬局などを襲い兵器・弾薬を奪った。これが西南戦争の発端となった。同年9月24日、西郷隆盛が城山で自刃したことで終わった。日本における最後の内戦とされる。

<sup>64</sup> 松方が行った緊縮財政は、煙草税・酒造税の増税、売薬印紙税・醤油税などの新設、官営工場の払い下げ、軍事費を除く政府支出の3年間の削減などを柱とした。



方は兌換紙幣への移行が可能となる時期を見極め、1882年10月10日、日本銀行が開業され、1885年5月9日、兌換銀行券の発行（事実上の銀本位制度）が始まった<sup>65</sup>。不換紙幣の分散発行から中央銀行による兌換紙幣の集中発行への移行を企図していたという意味で、松方財政あるいは松方デフレは本質的に金融制度改革という側面を併せ持っていた。

その後、比較的短期の景気後退はあったが、均してみれば開業（1882年）から1980～90年代にかけての約100年もの間、日本銀行は比較的高い潜在成長率（例えば前出図4-8における25年移動平均）、すなわち比較的高い自然利子率の下で中央銀行業務・金融政策を行うことができた。しかもそれは日本銀行に限らず、同時期の他の主要先進国・地域の中央銀行にも当てはまるといえよう。つまり政策手段や操作目標は時期によって、あるいは国によって違えども、1980～90年代に至る約100年の期間においては、主要中央銀行にとって実質金利ギャップをマイナスにすることは比較的容易であったはずだ。むしろより正確には、経済成長率が比較的高かったことから、そもそも実質金利ギャップを長い間マイナスに維持する必要性自体が限られていた。

このように、開業後の100年における日本銀行のあり方については、一定の経済成長を与件とすることが可能であった<sup>66</sup>。この間の日本銀行にとって、比較的高い成長率つまり自然利子率は比較制度分析でいう「制度」(institution)に近いものであったといえよう<sup>67</sup>。一方、この100年もの時間軸と比べれば、2000年代以降の10余年はあまりに短い。しかしその長さにも関わらず、この10余年は日本銀行を含む主要中央銀行に試練を課すこととなった。その背景にあったのが、供給制約が強まる中での潜在成長率ひいては自然利子率の低下である。

ある制度は、そのシステムに存在する他の制度との補完性（制度的補完性）を介して定

---

<sup>65</sup> 本章注57でも触れたが、当時の日本は法律上では金銀複本位制であった。しかし金の海外流出により正貨準備となりうるほどの金は国内には存在しなかった。そのため、松方にとっては不本意であったが、銀貨兌換券の発行となった。

<sup>66</sup> 岩村も同様の評価をしている。岩村（2016）、173-175頁参照。

<sup>67</sup> 比較制度分析においては、「制度」について確定的な定義があるわけではない。比較制度分析の発展を主導したAoki（2001）は「どのような制度の定義を採用するかは正誤の問題ではなく、分析目的に依存している」（瀧澤・谷口訳（2003）、14頁）としている。ただし、その上でAoki（2001）は、制度の性質を理解する試みとして、制度を「ゲームが繰り返しプレイされる仕方の際立った特徴にかんして共有された予想の自己維持的システム（self-sustaining system of shared beliefs）」（瀧澤・谷口訳（2003）、14頁）と定義している。また、青木と並んで比較制度分析の発展をリードし、1993年にノーベル経済学賞を受賞したダグラス・ノース（Douglas North）は「制度は、社会におけるゲームのルール、より形式的に表現するならば、人間の相互作用を形作る人為的に創出された制約条件である」（North（1990）、pp.3-4）と定義する。

着する<sup>68</sup>。そのような制度的補完性が複数の制度間で働くことで、それら制度は一つのシステム、いわば生態系を築くことになる。同時にこのことは、ある制度が変わる際には、他の制度も変化を求められることを意味する。今後、日本経済の成長率が長期的に低くなるとすれば、諸々の制度も変化を余儀なくされよう。そして、そのような制度の一つが、日本銀行であり、また同行が司る金融政策のあり方である。つまり、今後問われるのは、単にどのような金融政策の手段をとるべきかという技術論ではなく、金融政策の制度論や構造論である。

### 3.3. 流動性のわなへの対応 (1) : 裁量的な金融政策の放棄

潜在成長率ひいては自然利子率が構造的に低くなる場合、流動性のわなが常態化する可能性が高まる。流動性のわなの下では実質金利ギャップをマイナスにすることも難しくなるため、伝統的であろうと非伝統的であろうと金融政策が安定的に実体経済や物価に働きかける経路は細くなる<sup>69</sup>。

ただし、自然利子率の低下が避けがたいとしても、それで直ちに流動性のわなが常態化するわけではない。流動性のわなが生じる背景は、名目金利をマイナスにはできないという非負制約にある。その非負制約をもたらす要因が、経済・物価環境に関わらず常にゼロ金利で流通する有価証券、すなわち銀行券の存在である<sup>70</sup>。

この点を踏まえたとき、流動性のわなが今後、常態化した場合でも、それが金融政策、あるいはそれを含む経済政策の運営の強い制約にならない状態を作るにはどうすればよいかという問いに対しては、3つの回答案が浮上する。第1に、金融政策を財政政策に従属させ、統合政府の下、経済政策を事実上、財政政策に一本化する。これは裁量的な金融政策の放棄ともいえる。第2に、金利がゼロの銀行券を市中から排除するというものである。

<sup>68</sup> 制度的補完性については第1章注41を参照。

<sup>69</sup> 流動性のわなの下、金融政策の波及経路が狭まったとしても、金利ではなく為替を通じた波及経路を想定することも可能かもしれない。ただし①そもそも金利が非負制約に直面する中では、金融を緩和しても内外金利差の拡大を通じた円の減価余地は限られる、②日本のようないわゆる「大国モデル」では、為替を軸とした金融政策運営はグローバルな政治舞台で批判を招きやすいと考えられる。したがって、金利に代わって為替が金融緩和の主たる波及経路となることは、流動性のわなの下でも現実的とはいえない。

<sup>70</sup> 同様の性質は銀行券（紙幣）だけではなく補助貨幣にもある。したがって本来、銀行券ではなく現金通貨とするべきであるが、補助貨幣の発行体が日本銀行ではなく政府であることを踏まえて、便宜的に本文では銀行券とする。なお、名目価値が額面で固定されている銀行券（現金通貨）も、物価変動を通じて実質的な価値は変動する。したがって銀行券（現金通貨）の金利がゼロという場合の金利はあくまで名目金利であって、実質金利（名目金利－予想インフレ率）は正負いずれの値にもなりうる。

これを主張する論者にはケネス・ロゴフ (Kenneth Rogoff) などが含まれる。第3に、銀行券に事実上のマイナス金利を課すことで、名目金利の非負制約を克服するというものである。銀行券へのマイナス付利については、後述するように複数の施策が提案されている。

第1の案である裁量的な金融政策の放棄は、IS-LM モデルが示唆するように流動性のわなの下で有効となる経済政策が財政政策であることを踏まえて、経済政策自体を財政政策に一本化するという考えである。平易な表現でいい換えると、これは、流動性のわなの下では、流動性の注入（金融政策）ではなく有効需要の注入（財政政策）が優越するという考えである。また、そのための制度として、中央銀行を政府に従属させた統合政府が必要となる。ただし、現行法制の下では統合政府が実在しえないことは本章第2節で論じた。

では、この場合の通貨発行体系はどうなるであろうか。ここで前出図 4-4 で見たように、中央政府と中央銀行のバランスシートを連結した統合政府の純金融資産は大幅にマイナス（2017 年末時点で・874.4 兆円）となることを想起したい。そのような主体は通常であれば最終支払い能力がない (insolvent) ため、市場から淘汰される。それでも政府が継続事業体 (going concern) として存続できるのは課税権が付与されているからである。日本の憲法も「租税法律主義」に基づいて国民に納税義務を課している<sup>71</sup>。

この課税権の定量的な価値は通時的な実質プライマリー・バランス黒字の現在価値、すなわち

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{T - G}{(1 + r)^t}$$

に、物価を掛け合わせた

$$P \sum_{t=1}^{\infty} \frac{T - G}{(1 + r)^t}$$

と表しうる。ここで  $P$  は物価、 $T$  は実質税収、 $G$  は公債費を除く実質歳出、 $r$  は実質金利である。これが事実上の「未収金」として統合政府の資産側に認識されるからこそ、純金融資産が大幅にマイナスであるにも関わらず、政府は最終支払い能力がある (solvent) とみなされる。同時にこの通時的な実質プライマリー・バランスの現在価値に物価を掛け合わせた名目価値こそが、統合政府の負債であるマネタリーベースの信用の源泉となる。

現行の管理通貨制度の下では、一定の独立性を付与された中央銀行が、通貨発行に見合

<sup>71</sup> 日本国憲法第 30 条は「国民は、法律の定めるところにより、納税の義務を負う」としている。また第 84 条は「あらたに租税を課し、又は現行の租税を変更するには、法律又は法律の定める条件によることを必要とする」としている。両者を合わせて租税法律主義という。

う資産を買い入れる（金融調節すなわちオペ）ことで通貨の信用が維持されることが期待されている。実際、そのような資産は中央銀行のバランスシートに誰の目にも見える形で存在する。

一方、統合政府の下では、課税権を裏付けとする通時的なプライマリー・バランスの現在価値という可視性の低い指標が信用（負債である通貨発行）の源泉となる。その場合のリスクは、通貨価値の下落すなわちインフレである。ましてや統合政府が実在しうるよう法改正を行った後の新たな制度体系の下では、政府主導で通貨が過剰に発行されるリスクは潜在的に高い。無論、プライマリー・バランスの黒字を確保しなくてはならないという一定の制約を政府が順守する限り、統合政府の下でも通貨の乱発は起きないはずである。しかし、先ほども触れたが、重要なことは通時的な実質プライマリー・バランス黒字の現在価値に物価をかけ合わせた名目価値  $P \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(T - G)}{(1 + r)^t}$  が信用の背景となるという

ことである。つまり物価  $P$  を上げさえすれば、負債である通貨の発行余地は広がる。それによって実際にインフレとなれば通貨発行余地がさらに広がるという、通貨の増発と通貨価値の下落（インフレ）の循環が生じかねない。これは過去の歴史で我々が経験したことである。インフレターゲットなど特定のコミットメントを別途、設定すれば回避できる問題かもしれないが、独立した中央銀行ではなく統合政府にどこまでそのようなコミットメントを順守するインセンティブがあるだろうか。コミットメントに信認が与えられるとすれば、それはそもそも政府から独立した通貨発行主体によるコミットメントの場合であろう。

統合政府によって経済政策を財政政策に一本化し、裁量的な金融政策は放棄するという考えは、流動性のわなが常態化し、かつ大きな需要不足が存在すケースでは一考に値する。しかし、その場合、通貨の信用の源泉が、独立した中央銀行によって保有される金融資産（オペを通じて買い入れた通貨発行見合いの資産）から、統合政府のプライマリー・バランス黒字の名目現在価値  $P \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(T - G)}{(1 + r)^t}$  に移行する。その結果、 $P$  の押し上げつまりインフレを志向する余地が広がってしまう。やはり統合政府の現実性は低いと考えられる。

### 3.4. 流動性のわなへの対応 (2) : 銀行券の廃止

流動性のわなが常態化した場合でも、それが金融政策など経済政策の運営の強い制約にならない状態を作る第2の案が銀行券の廃止である。この案を主張する Rogoff (2014, 2016) は、額面の大きなものからゆっくりと時間をかけて市中から銀行券を取り除くことを提案する<sup>72</sup>。ロゴフの提案の動機は①銀行券をなくすことで汚職や脱税など違法な経済活動を表面化させ徴税機会の公平を図る、②日本銀行や ECB など一部の中央銀行が実際に導入したマイナス金利政策をより実効性かつ汎用性のあるものにする<sup>73</sup>ことで金融政策の効果を高められる、の2点にある<sup>73</sup>。このうち①は銀行券が無記名であること、②は銀行券が無利子であることから派生する。

確かに、振込、クレジットカード、デビットカード、電子マネー（プリペイド方式、ポストペイド方式）、さらには暗号通貨 (cryptocurrency) ないし仮想通貨 (virtual currency) と呼ばれるものなど、現金通貨にとって代わる決済手段 (medium of exchange) が身近になってきている<sup>74</sup>。ただし、振込やクレジットカードの場合、その背後で預金通貨による決済が生じる。つまり取引当事者が口座を保有する銀行間での決済が必要となる<sup>75</sup>。電子

<sup>72</sup> ただし①10ドル以下の少額の額面紙幣と補助貨幣 (coins) は流通させておく必要がある、②10ドル以下の紙幣も当初 (例えば20年ほど) は流通させるが最終的には補助貨幣に変える、と提案する。それによって、額面の大きい取引を現金で行うことのコストが高まり、違法な経済活動に対する抑止力になると期待する。Rogoff (2016), pp.94-98 を参照。

<sup>73</sup> 違法行為のコストを高めることを目的として、一部の高額紙幣を抑制ないし排除する動きはすでに始まっている。2016年5月4日、ECBは理事会で、2018年末をもって500ユーロ札の発行を永久に停止することを決めた。ただしすでに流通している500ユーロ札は失効しない。ECB < <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160504.en.html> > (Accessed on December 23, 2017) を参照。また、2016年11月8日現地時間午後8時、インドのナレンドラ・モディ首相は演説で、同国の高額紙幣である500ルピー札と1000ルピー札を4時間後の9日午前0時をもって失効させる、とアナウンスした。まさに青天の霹靂であった。ただし、それと引き換えに新たな500ルピー札と2000ルピー札の発行が始まった。新たに高額紙幣を発行するという意味では、インドのケースは高額紙幣の廃止ではなく、旧札で保蔵された資産をあぶりだすことで課税の公正性を高めることを目的としているといえる。

<sup>74</sup> なおロゴフは、民間が提供する暗号通貨が現行の政府・中央銀行を軸とする通貨制度に取って代わることで銀行券が消滅する、と説いているわけではない。それどころか、民間の暗号通貨が現行通貨制度にとって代わる可能性について、ロゴフは否定的である。Rogoff (2016), pp.208-214 参照。あくまでロゴフの主張は、違法な経済活動の抑制やマイナス金利政策の実効性向上のためには、無記名かつ無利子の銀行券 (特に額面の大きな銀行券) を流通から排除するべきだという規範的 (normative) な分析に基づいている。しかしそれでも、現実に銀行券が消滅する世界においては、政府による提供か民間による提供かはともかく、銀行券を代替する通貨 (的なもの) が必要となる。そこで本文では、振込、クレジットカード、デビットカード、電子マネー、暗号通貨に言及する。

<sup>75</sup> 振込は、ある金融機関における支払人の保有する預金口座から資金を引き落として、別の金融機関における受取人の預金口座へ入金すること、あるいは支払人がある金融機関に現金を持ち込んで、別の金融機関における受取人の預金口座へ入金することを指す。これに対して、振替は、同じ金融機関の中で、支払人の預金口座から資金を引き落として、受取人の預金口座へ入金することを指す。したがって、振込は金融機関の間での決済を伴うが、振替では金融機関の間での決済

マネーはプリペイド方式であれば事前に現金通貨の入金が必要となる<sup>76</sup>。ポストペイド方式の電子マネーあるいはデビットカードであれば、それぞれ事後ないし即時の預金通貨による決済が必要となる。このように別途、現金通貨の入金や預金通貨での決済を伴うという意味で、これらには厳密な意味でのファイナリティ（支払完了性）<sup>77</sup>はない。またクレジットカード、デビットカード、電子マネーはあくまでデバイスであり、独自の通貨単位を持つわけではない。したがって、通貨の一機能である価値尺度（計算単位：unit of account）という点で新たな機能を提供するわけではない。また、あくまでデバイスであることから、それ自体に客観的な財産価値はなく流通市場も存在しない。

こうした中、暗号通貨の一形態であるビットコイン（Bitcoin）の登場が広く耳目を集めた<sup>78</sup>。その背景として、ビットコインが①政府や中央銀行などの中央集権的な管理機構や金融機関からなる決済システムを持たず、インターネット上の P2P（peer-to-peer）ネットワークで分散的に管理されていること、②BTC という独自の通貨単位を持つことで価値尺度として一定の機能を提供すること、③P2P ネットワークにおいては国内外を問わずファイナリティを持つこと、④財産的価値のある資産として為替市場が形成されていること、⑤システムを支える「マイニング」<sup>79</sup>の報酬分だけ新たなビットコインが生成されることで自給自足的にシステムが維持されうること、⑥日本円や米ドルなどのソブリン通貨が中央銀行の負債として計上されるのに対してビットコインは誰の負債でもないこと、などが挙げられる<sup>80</sup>。

---

は生じない。

<sup>76</sup> クレジットカードと組み合わせることで、オートチャージ機能を持つプリペイド方式の電子マネーもあるが、その場合は、クレジットカードと同様、事後的に預金通貨での決済が生じる。

<sup>77</sup> ファイナリティ（支払完了性）については序章注4を参照。

<sup>78</sup> ビットコインを最初に提唱しながら、未だ素性が明らかでない Satoshi Nakamoto の 2008 年の有名な論文は <<https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>> (Accessed on December 19, 2017) である。

<sup>79</sup> P2P ネットワークの参加者であるマイナーは、取引の正当性を確認しブロックを閉じる権利を得ると、新しいビットコインを自らのアドレスに送ることができる。このようにしてビットコインを新たに得ることを「生成取引」と呼ぶが、この生成がすなわち「マイニング」である。新たに得られるビットコインがマイニングの報酬つまりインセンティブであり、このインセンティブによってビットコイン取引の正当性が維持される仕組みが組み込まれる。なお全世界のマイナーの約 7 割が中国系とされ、その背景に割安な電気料金がある。この点については岩田・左三川・日本経済研究センター（2016）、309 頁参照。

<sup>80</sup> 一方、ビットコインにも問題ないし課題は残されている。第 1 に、市場流動性が低いため値動きが不安定である。したがって価値の貯蔵機能は高いとはいえない。第 2 に、現時点ではビットコインには預貸を通じた信用創造プロセスはないが、将来的にそれが可能となったときには、取り付け（run）に対応するための最後の貸し手（LLR）が必要となる。しかし、分散管理であるがゆえに LLR 機能を担う主体は現状、存在しない。第 3 に、ビットコインが市場で急速に値崩れし、市場の価格発見機能も毀損された場合は、最後のマーケット・メーカー（MMLR）が必要となる。しかし、これも現状、存在しない。第 4 に、個々の暗号通貨の供給量がコントロールされているとしても、代替性の高い暗号通貨を作ることは難しくないので、暗号通貨全体としての供給量が

ただし、ビットコインなど暗号通貨が本源的な価値を持つかという点では意見は分かれる。例えば、岩村（2016）は、ビットコインの生成（マイニング）にかかる限界費用（端的に言えば電気代）を裏付けとして、計算パワーあるいは計算コストをあたかも本位貨幣（正貨）とする「計算パワー本位制」あるいは「計算コスト本位制」という姿が想定できるとする<sup>81</sup>。つまり暗号通貨に一定の本源的価値を見出しうるとの立場である。

これに対して、国際決済銀行（BIS）は「デジタル通貨は特定の個人や機関の負債ではなく、当局による裏付けもない。さらに、本源的価値はゼロであり、結果的に、その価値は他の財・サービスないしソブリン通貨に後日交換されるという信頼にのみ由来する。したがって、デジタル通貨の所有者のほうがソブリン通貨の所有者よりも、価格変動・流動性リスクに起因するコストや損失に直面する可能性が高い」<sup>82</sup>（下線筆者）として、本源的価値を否定している。

本源的価値に対する見方が割れる中では、暗号通貨が一般受容性（general acceptability）<sup>83</sup>を持ったとは言えず、価値保存機能（store of value）、決済機能、価値尺度機能という通貨の三大機能をすべて担うという意味で現金通貨に代替しうるとはいえない。しかし、ビットコインなどの暗号通貨が仲間入りすることで、現金通貨に代替する決済機能の選択肢が増えてきているのは事実である。

では、日本は実際にどの程度、キャッシュレスとなっているだろうか。結論から言えば「キャッシュレス」（cashless：現金を使わない）どころか「レス・キャッシュ」（less cash：より少ない現金）という状態にさえなっていない。

---

膨れ、インフレ（暗号通貨の対内価値の下落）や減価（暗号通貨の他通貨に対する価値の下落）が起こる可能性はコントロールされていない。実際、民間情報サイト [coinmarketcap <http://coinmarketcap.com/>](http://coinmarketcap.com/)によると、2018年3月時点で1500を超える暗号通貨が存在し、その時価総額は約3,500億米ドル（37兆円）に上る。Bitcoinはその時価総額の4割強を占める。第5に、マイニングのプロセスを必然的に要するため、即時ネット決済が技術的に難しい。第6に、ビットコインのすべての取引はネットワーク上で永久的に保管されるため、現金通貨のような完全な匿名性はなく、あくまで「制御された匿名性」にとどまる。

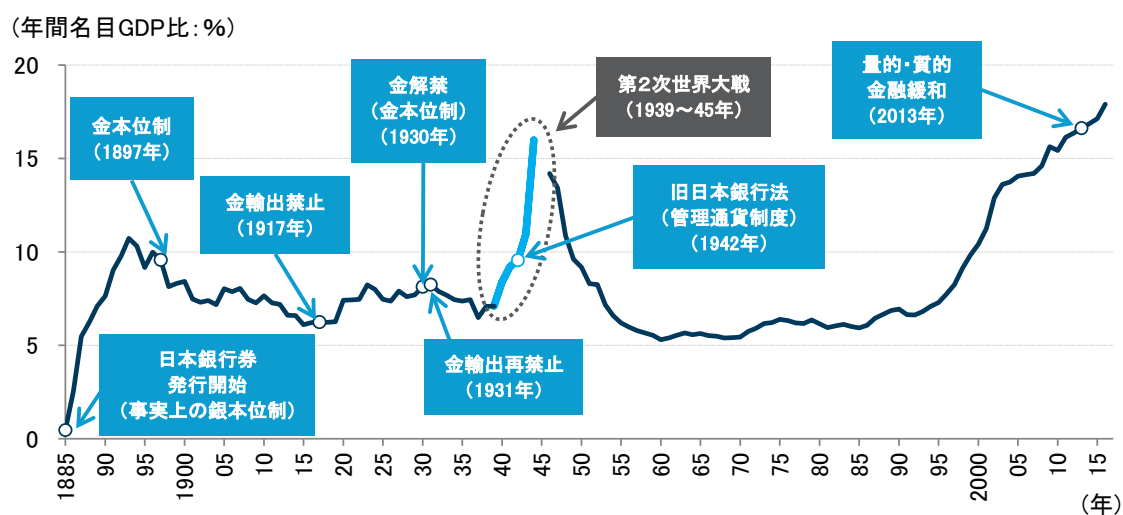
<sup>81</sup> 岩村（2016）、154頁。

<sup>82</sup> Bank for International Settlements（2015）、p.17。本文で示した日本語訳は日本銀行抄訳 <[https://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2015/data/rel151124c.pdf](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2015/data/rel151124c.pdf)>（参照日：2017年5月21日）による。

<sup>83</sup> 一般受容性とは、通貨が受取を拒否されず一般的に受け入れられることを指す。一般受容性は、通貨が三つの機能（価値保存機能、決済機能、価値尺度機能）を果たすうえで欠かせない条件である。なおCochrane（2016）は、Smith（1776）から“A prince who should enact that a certain proportion of his taxes should be paid in a paper money of a certain kind might thereby give a certain value to this paper money”という個所を引用した上で、何らかの財が一般受容性ひいては通貨としての価値を得る重要な契機は、政府がそれを納税手段として認めることであるとする。現時点では想像しがたいが、仮に政府がビットコインなど暗号通貨による納税を認めることがあれば、それをきっかけにビットコインが一般受容性を得て、一段と通貨に近づく（moneynessを高める）というシナリオも想定される。

まずは、Rogoff (2014, 2016) が排除すべきと主張する銀行券の残高を見てみよう。日本銀行が銀貨兌換という形で銀行券を発行し始めた 1885 年以降の長い歴史の中で、今ほど銀行券の発行残高が GDP 比で高くなったことはない (図 4-12)。足元で銀行券発行残高の年間名目 GDP 比は 18% 程度に達するが、過去最も高かった第 2 次世界大戦中のインフレ亢進期に当たる 1944 年の 16% をすでに超えている。これは一定の経済活動 (名目 GDP) に応じて保有される銀行券残高の増加、すなわち銀行券で定義したマーシャルの  $k$  の上昇 (流通速度の低下) を意味する。

図 4-12 日本銀行券発行残高



(注) 1. 市中金融機関が保有する銀行券を含む。  
 2. 1945 年の GDP は欠損。  
 3. 日本銀行券発行残高については、1885~1945 年は後藤 (1970)、1946~1952 年は日本銀行 (1986)、1953 年以降は日本銀行『通貨流通高』による。  
 (出所) 後藤 (1970)、日本銀行『通貨流通高』、日本銀行百年史編纂委員会 (1986b) より作成。

なお、長い時間軸で銀行券の発行残高を見る際は、本位貨幣制度や管理通貨制度に代表される発券制度の変化も考慮する必要がある。日本が法律上、正式に管理通貨制度を採用したのは東条内閣 (当時) の下、1942 年 2 月 24 日に公布された旧日本銀行法によってである<sup>84</sup>。それ以前は、明治政府が制定した最初の貨幣法である新貨条例 (1871 年 6 月 27 日) 以降、金本位制度、銀本位制度、金銀複本位制度、金輸出禁止 (金本位制度の停止)

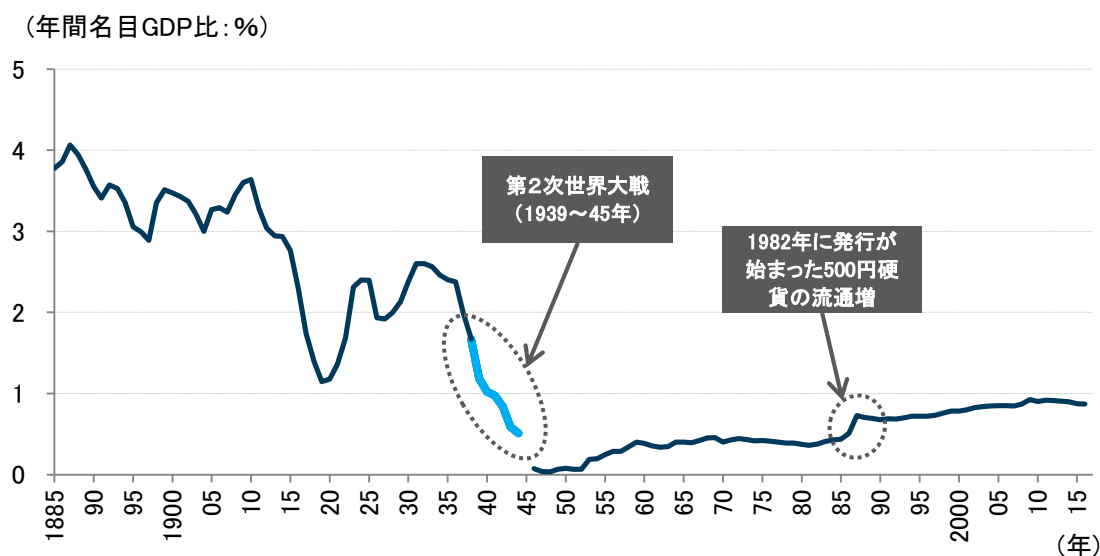
<sup>84</sup> ただし、1932 年 7 月 1 日の兌換銀行券条例中改正法律の施行により、法律上はなお金本位制度を維持しながらも、実質的には管理通貨制度に移行したと解釈される。日本銀行百年史編纂委員会 (1984) も「実質的にはわが国の発券制度は、この改正 (兌換銀行券条例中改正法律を指す) によっていわゆる管理通貨制度への第一歩を印したとみることができる」(カッコ内は筆者) としている。日本銀行百年史編纂委員会 (1984)、133 頁参照。



など発券制度が激しく揺れ動いた。このような制度変更は各時期の銀行券発行残高に一定の影響を与えてきた。新貨条例（1871年）によって採用された金本位制度<sup>85</sup>に始まって、旧日本銀行法（1942年）によって採用された現行の管理通貨制度に至る発券制度の沿革については表4-1を参照されたい。これが図4-12を解釈する際の一助となるであろう。

ただし銀行券だけに注目するのでは不十分である。振込、クレジットカード、デビットカード、電子マネー、暗号通貨などの代替的決済機能は、銀行券よりもむしろ貨幣（補助貨幣つまりコイン）の節約につながっているのではないかと想像される。ところが貨幣についても、キャッシュレスあるいはレス・キャッシュという点が強調されるほど残高が減っているわけではない（図4-13）。2016年の貨幣流通高はGDP比0.87%となっているが、1942年の管理通貨制度への移行後で見れば、これは最高水準が記録された2009年の0.93%になお比肩する。

図4-13 貨幣流通高



(注) 1. 記念貨を含む。日本銀行保有分を除き、市中金融機関保有分を含む。  
 2. 管理通貨制度の採用を謳った旧日本銀行法が施行される1942年より前の本位貨幣制度の時期（ただし1917～29年、1930～31年は金輸出禁止により金本位制度は停止）については、補助貨幣のみを対象として本位貨幣は除く。  
 (出所) 後藤（1970）、日本銀行『通貨流通高』、日本銀行百年史編纂委員会（1986b）より作成。

<sup>85</sup> 本文でも述べているように、新貨条例（1871年6月27日布告）は明治政府が制定した最初の貨幣法であり、そこで金本位制度が採用された。その直前においては、同年1月2日、太政官によって銀本位制度が採用されていた。

第4章 低自然利子率下の金融政策

表 4-1 日本の発券制度の沿革

発券制度	日付		首相	大蔵大臣 (現財務大臣)	日本銀行總裁	法律	出来事	主な内容
金本位制度 (金貨本位制度)	1871年 明治4	6月 27日		伊達 宗城		新貨条例		<ul style="list-style-type: none"> <li>明治政府が制定した最初の貨幣法</li> <li>江戸時代の「両・分・朱」から「円・銭・厘」に呼称変更</li> <li>本位貨幣は金貨(20円、10円、5円、2円、1円)</li> <li>補助貨幣は銀貨(50銭以下)、銅貨(1銭以下)</li> <li>金価値を介して100円=100米ドル(1米ドル=1円)に</li> <li>本位貨幣である金貨に加えて、貿易銀という特別の1円銀貨を鑄造。この銀貨は開港場限り無制限通用を認めた(ただし一般の国内取引においてもお互いの話し合いで無制限に通用することは認められていた)</li> <li>法律上は<b>金本位制度</b>だが実質的には<b>金銀複本位制度</b>に近かった</li> </ul>
	1872年 明治5	12月 15日		大久保 利通		国立銀行条例		<ul style="list-style-type: none"> <li>国立銀行紙幣の発行</li> <li>国立銀行には金貨兌換の義務を課す</li> <li>金貨兌換義務が重しとなり国立銀行の設立は政府の意に反して4行にとどまる</li> </ul>
	1873年 明治6	5月 -				銀行名称私唱禁止令		<ul style="list-style-type: none"> <li>国立銀行以外の銀行は銀行業務を営んでも「銀行」の名称を使うことを禁止</li> <li>そのため「銀行類似会社」と呼ばれた</li> </ul>
	1875年 明治10	6月 25日		大隈 重信		貨幣条例		<ul style="list-style-type: none"> <li>「<b>新貨条例</b>」を改正し「<b>貨幣条例</b>」に改称</li> </ul>
	1876年 明治9	8月 1日				国立銀行条例改正		<ul style="list-style-type: none"> <li>国立銀行紙幣の金貨兌換を停止し、政府紙幣による兌換とした</li> <li>金貨兌換義務が停止されたことで国立銀行の営業は容易となり国立銀行の設立が増加</li> </ul>
1877年 明治10	1月 30日					西南戦争	<ul style="list-style-type: none"> <li>西南戦争の発端となる鹿児島私学校生徒による兵器・弾薬の奪取(同年9月24日終戦)</li> <li>不換紙幣(政府紙幣、国立銀行紙幣)が乱発されインフレへ</li> </ul>	
金銀複本位制度	1878年 明治11	5月 27日				布告		<ul style="list-style-type: none"> <li>貿易銀の国内における無制限通用を布告</li> <li>実態としてはすでに金銀複本位制度に近かったが、この布告により法律上も<b>金銀複本位制度</b>に移行</li> </ul>
	1881年 明治14	10月 21日		松方 正義		松方財政		<ul style="list-style-type: none"> <li>松方正義が大蔵大臣(当時は大蔵卿)に増税、新税の創設、官営工場の払い下げ、軍事費を除く政府支出の削減などからなるいわゆる「松方財政」が本格的に始動</li> </ul>
	1882年 明治15	6月 27日 10月 10日			吉原 重俊	日本銀行条例		<ul style="list-style-type: none"> <li>同年10月10日、日本銀行開業へ</li> <li>文書局、金庫局、割引局、計算局、株式局の5局体制</li> <li>不換紙幣の消却が十分でなく日本銀行券の発行始まらず</li> </ul>
事実上の銀本位制度 (法律上は金銀複本位制度)	1885年 明治18	5月 9日				日本銀行券の発行		<ul style="list-style-type: none"> <li>日本銀行は銀貨兌換銀行券の発行開始(<b>事実上の銀本位制度</b>)</li> <li>法律上は金銀複本位制度であったが、金貨は海外流出によってほとんど国内では流通しておらず、蓄積された正貨は主に銀貨であったことが背景</li> </ul>
	1894年 明治27	8月 1日	伊藤 博文	渡辺 国武	川田 小一郎	日清戦争		<ul style="list-style-type: none"> <li>1895年3月30日休戦</li> </ul>
	1895年 明治28	4月 17日		松方 正義		日清講和条約 (下関条約)		<ul style="list-style-type: none"> <li>日本は日清戦争(1894年8月1日～1895年3月31日休戦)による勝利で得た賠償金(957.9万kgを超える銀、当時の日本円で3億6400万円)を、清国に対して英ポンド金貨(3800万ポンド)で支払わせ、その一部(当初は8000万円を上限とした)は日本銀行ロンドン代理店(横浜正金銀行ロンドン支店)に預け入れられた。これを在外正貨として、2年後の1897年10月1日の貨幣法施行により<b>金本位制度</b>に移行することに</li> </ul>
金本位制度 (金貨本位制度)	1897年 明治30	3月 29日	松方 正義		岩崎 弥之助	貨幣法公布		<ul style="list-style-type: none"> <li>10月1日の同法施行を経て<b>金本位制度</b>の採用へ</li> </ul>
		10月 1日				貨幣法施行		<ul style="list-style-type: none"> <li><b>金本位制度</b>に移行</li> <li>金価値を介して100円=49.846米ドル(1米ドル=2円)に(いわゆる<b>日平価</b>)</li> <li>日本銀行は、清国からの賠償金の一部として預け入れられた英ポンド金貨をイングラント銀行に預託した上で、それを正貨準備に充当して兌換銀行券を発行した。これが、当時の日本が金本位制を採用したときの初期の構図であった。金貨あるいは金地金ではなく金兌換の英国ポンド預金を在外正貨として正貨準備に充当したという点から、当時の日本は金本位制のうちの<b>金貨本位制度</b>を採用したといえる。</li> </ul>
	1914年 大正3	7月 28日	大隈 重信	若槻 礼次郎	三島 弥太郎		第1次世界大戦	<ul style="list-style-type: none"> <li>サラエボ事件を契機に勃発、1918年11月11日終戦</li> <li>戦中、多くの国が金本位制停止(金輸出禁止あるいは金兌換停止)へ</li> <li>ただし米国の金本位制度停止は1917年9月10日と遅かった</li> </ul>

(次頁に続く)

## 第4章 低自然利子率下の金融政策

発券制度	日付		首相	大蔵大臣 (現財務大臣)	日本銀行総裁	法律	出来事	主な内容
金輸出禁止 (金本位制度 の停止)	1917年 大正6	9月 12日	寺内 正毅	勝田 主計	三島 弥太郎	大蔵省令公布・ 施行		<ul style="list-style-type: none"> <li>金輸出禁止の直接のきっかけとなったのは、日本に対する当時、ただ一つの金輸出国であった米国が同年9月10日、金輸出禁止を実施したことによる</li> <li>金貨または金地金の輸出は大蔵大臣の許可が必要となり、事実上、<b>金輸出禁止(金本位制度の停止)</b></li> <li>地金にするために金貨を溶解することを禁止</li> </ul>
金輸出解禁 (金解禁) (金本位制度 に復帰)	1930年 昭和5	1月 11日	浜口 雄幸	井上 準之助	土方 久徴			<ul style="list-style-type: none"> <li>浜口雄幸内閣の井上準之助蔵相は旧平価(100円=49.846米ドル(1米ドル=2円))での<b>金輸出解禁</b>を実施</li> <li><b>金本位制度</b>への復活</li> <li>当時の日本にとってかなりの円高での金解禁は経済に強いダメージを与えた</li> <li>犬養毅内閣の高橋是清蔵相は<b>金輸出を再度禁止</b></li> </ul>
金輸出再禁止 (金本位制度 の停止)	1931年 昭和6	12月 13日	犬養 毅	高橋 是清		大蔵省令公布・ 施行		<ul style="list-style-type: none"> <li>犬養毅内閣の高橋是清蔵相は<b>金輸出を再度禁止</b></li> <li>同日17日には銀行券の<b>金兌換停止</b>の勅令を公布・施行</li> <li><b>金本位制度の停止</b></li> </ul>
	1932年 昭和7	7月 1日	齋藤 実			兌換銀行券条例 中改正法律施行		<ul style="list-style-type: none"> <li>1931年12月17日の金兌換停止を受けて、1899年以来1.2億円とされていた日本銀行券の保証発行限度額を一気に10億円に拡張(銀行券と金準備の関係は希薄に)</li> <li>15日を超える日本銀行券の制限外発行の税率を年5%から3%に引き下げ</li> <li>以上の措置により日本銀行が国債を引き受ける制度的枠組みが整った</li> <li>本改正法律施行後も形式的には金本位制度(ただし停止中)の下にあったが、銀行券の発行を金準備から事実上、解放したという意味で、この改正によって日本の発券制度は実質的に<b>管理通貨制度</b>への第一歩を踏んだ</li> </ul>
		11月 25日						<ul style="list-style-type: none"> <li>長期国債の日銀引受開始</li> </ul>
	1939年 昭和14	9月 1日	阿部 信行	青木 一男	結城 豊太郎			<ul style="list-style-type: none"> <li>第2次世界大戦</li> <li>ドイツ軍がポーランドに進攻し勃発、1948年8月15日終戦</li> </ul>
	1941年 昭和16	3月 3日	近衛 文麿	河田 烈		兌換銀行券条例 の臨時特例に関 する法律公布		<ul style="list-style-type: none"> <li>同年4月1日以降、正貨準備発行と保証発行の区分を廃止し、銀行券の発行限度を大蔵大臣が決める<b>最高発行額制限制度</b>に移す</li> <li>正貨準備義務の撤廃を意味し、<b>管理通貨制度</b>に一段と近づいた</li> </ul>
		12月 8日	東条 英機	賀屋 興宣			太平洋戦争	<ul style="list-style-type: none"> <li>東条英機内閣の下、米・英両国に対して宣戦布告</li> </ul>
管理通貨制度	1942年 昭和17	2月 24日				旧日本銀行法 公布	<ul style="list-style-type: none"> <li>株式会社組織から出資金による特殊法人<b>管理通貨制度</b>の採用(銀行券発行高に見合う優良資産を日本銀行が保有することを義務付ける<b>発行保証制度</b>、銀行券発行高の上限を大蔵大臣が決める<b>最高発行額制限制度</b>、<b>制限外発行税の廃止</b>、などが軸)</li> <li>すでに1932年の「兌換銀行券条例中改正法律」の施行により実質的には<b>管理通貨制度</b>にあったが、日本銀行法の施行により名実ともに恒久的発券制度として<b>管理通貨制度</b>に移行した</li> </ul>	

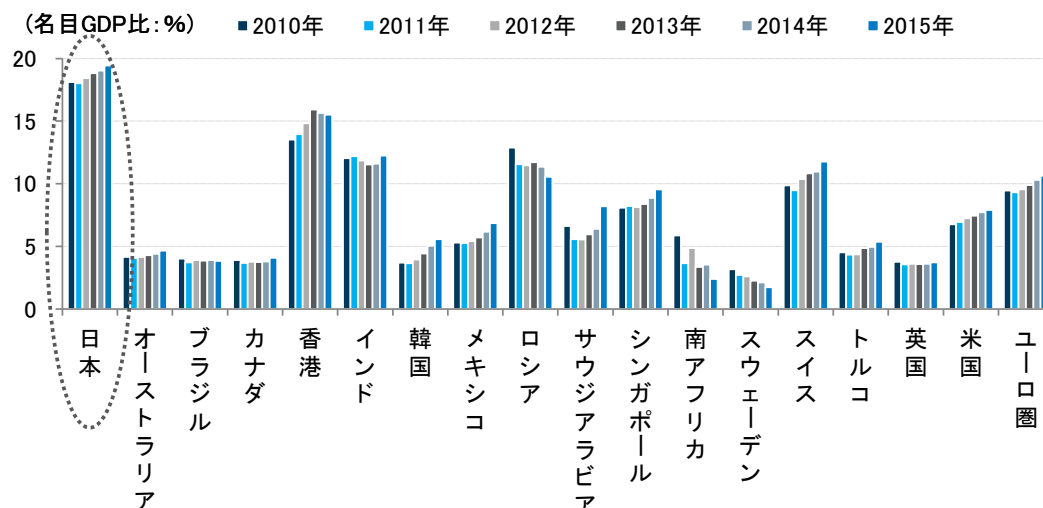
(注) 首相、大蔵大臣(現財務大臣)、日本銀行総裁については、発券制度に関わる主要な歴史的現象があった時の在任者を示している。そのため表中の各役職の表示期間は実際の在任期間を表すわけではない。

(出所) 日本銀行金融研究所(1993)、日本銀行百年史編纂委員会(1982、1983a、1983b、1984、1986b)より作成。

時系列での比較だけでなく、他国との比較においても日本の現金流通高の大きさが示される。BISの調査によると、銀行券と貨幣を合わせた現金通貨の流通高(名目GDP比、つまりマーシャルの $k$ )は、2015年時点で日本が19.4%と高い(図4-14)。日本に続くのが、香港、インド、ロシア、スイス、ユーロ圏であるが、いずれも10~15%の範囲にあり、日本との差は大きい。一方、現金を使った決済が少ないことで特に知られるのが北欧諸国である。その代表例ともされるスウェーデンでは、この比率が1.7%(2015年)と非常に低い。ただし、BISによると、スウェーデンでは現金通貨流通高はGDP比で1990年5.3%、

1995年4.7%、2000年4.1%、2005年4.2%となっており、四半世紀前から現金通貨の位置づけは小さく、一朝一夕にキャッシュレス化が進んだわけではない<sup>86</sup>。

図 4-14 現金通貨の流通高（国際比較）



(注) ここでの現金通貨は銀行券と貨幣の合計。

(出所) BIS Committee on Payments and Market Infrastructures “Statistics on payment, clearing and settlement systems” <<http://www.bis.org/cpmi/publ/d155.htm>> (Accessed on December 20, 2017) より作成。

そのようなスウェーデンと対極をなすかのように、日本では依然、現金通貨の位置づけが大きい。なぜ日本では、これほどまでに現金通貨とりわけ銀行券が選好されるのであろうか。発券者である日本銀行は①個人の小口決済における現金使用率の高さ、②比較的良好な治安、③金融機関店舗の密度の高さ、④現金自動支払機（CD）や現金自動預入・支払機（ATM）の普及、⑤偽造事件の相対的な少なさ、⑥銀行券の品質の高さやクリーンさ、

<sup>86</sup> 早い時期からクレジットカードの利用や、郵便局や銀行の口座振替（postal giro、bank giro）による決済が浸透したことで、スウェーデンではキャッシュレス化が進んだ。1980年代においては特に postal giro の存在が大きく、政府、公的機関、企業はすでに現金による支払いをほぼ不要とする状態にあった。Bank for International Settlements (1989), pp.183-192 参照。なお 2016 年 3 月、同国におけるキャッシュレス化のスピードの高さに警告を発する文書を、中央銀行であるリクスバンク（Sveriges Riksbank）が政府に提出したことは興味深い。その文書でリクスバンクは、小切手などの古い決済手段に替わる新たな決済手段が提供されること自体は是認しながらも、早すぎるキャッシュレス化によって一部の人が決済サービスから排除されるようなことはあってはならないとして、国会が銀行に対して現金サービスを維持することを法的に義務付けるよう要請した。リクスバンクが 2016 年 3 月 16 日に財務省に提出した文書 <<http://www.riksbank.se/en/Press-and-published/Notices/2016/Introduce-a-legal-requirement-for-the-banks-cash-service/>> (Accessed on December 20, 2017) を参照。

などを背景とした銀行券に対する高い信認の現れとみている<sup>87</sup>。

ただしこれだけでは1990年代末以降の銀行券発行残高の急増は説明できない。鍵は、銀行券の決済機能よりも価値保存機能の方にある。銀行券に対する需要が決済機能主導で伸びていたとすれば、それはいわゆる取引動機<sup>88</sup>に根差す需要である。その場合、銀行券発行残高が増えたとしても、それは名目GDPの伸びを伴うはずであることから、マーシャルの $k$ が上がる（流通速度が下がる）必要はない。実際、1960年代から90年代半ばにかけて、銀行券の流通速度は安定していた。しかし、1990年代末以降は流通速度が明確に下がっている。これは銀行券需要が取引動機に根差すものではなく、名目金利が下がる中での投機的動機すなわち流動性のわなの具現化であることを示唆する。これは銀行券の保有（holding）というよりも保蔵（hoarding）というべき現象である。1999年2月のゼロ金利政策、2016年1月のマイナス金利政策、同年9月の長短金利操作などによって名目金利が下がる一方、物価上昇率は日本銀行の目指す水準まで高まっていないことから、表面利率がゼロであっても現金通貨の実質金利が相対的に高まった。こうした中、預金通貨から現金通貨への資金シフトを伴いながら、銀行券発行残高の増加と流通速度の低下が同時進行した<sup>89</sup>。

銀行券発行残高が名目GDPの18%に及ぶ日本の現状を見ると、流動性のわなに対する処方箋として、銀行券の排除は現実性を欠く。そこで、第3の案である銀行券に対する付利、特にマイナス金利の付利が俎上に上る。

### 3.5. 流動性のわなへの対応（3）：銀行券への付利

日本銀行はすでに日本銀行当座預金の一部にマイナス金利を適用している<sup>90</sup>。しかし銀行券は依然、無利子である。この無利子の銀行券が流通している限り、市中の名目金利には非負制約が残る。もちろん銀行券の保有は保蔵コストや保険コストを伴うため、例えば日本銀行による当座預金の付利が多少マイナスになったとしても、市中金融機関は同預金から多額の銀行券を引き出す、つまり市中金融機関による日本銀行への事実上の預金取り

<sup>87</sup> 日本銀行発券局（1994）、4頁、日本銀行金融研究所編（2011）、49頁を参照。

<sup>88</sup> 取引動機とは、ケインズの流動性選好理論に基づく流動性保有動機の一形態に当たる。流動性選好理論については第2章注5を参照。

<sup>89</sup> 2016年1月に利用が始まったマイナンバー制度も、一部で銀行券に対する需要を強めた。ただしこれは、ケインズの流動性選好理論における3つの動機（取引動機、投機的動機、予備的動機）とは異なり、銀行券の無記名性（匿名性）に根差す動機である。いわば秘匿動機である。

<sup>90</sup> 詳細は第2章第5節を参照。

付けは生じない<sup>91</sup>。その意味で、限定された幅のマイナス金利であれば、無利子の銀行券と併存できる。しかし、景気が今後、深刻な後退期に入ることがあれば、自然利子率が低迷する中、日本銀行当座預金のマイナス付利の深掘りが必要となることも想定される<sup>92</sup>。そのような場合、現金が無利子であることが金融政策運営の裁量を狭めるであろう。

いかに銀行券に付利するか、特に、いかにマイナス金利を課すかは、実際に金融政策がマイナス金利の領域に入る随分前から議論されてきた古典的ともいえる課題である。銀行券ないし現金に対するマイナス金利を最初に提唱したのは、ドイツの社会思想家シルビオ・ゲゼル (Silvio Gesell, 1862-1930) による Gesell (1916) とされる<sup>93</sup>。ゲゼルの問題意識は、実物の財は時間の流れとともに劣化つまり減価償却するのに対して、貨幣は償却もせず価値を維持し続けるという非対称性に根差す。ゲゼルは、この非対称性があるからこそ、富の集中という不公平や現金の保蔵による需要不足すなわち不況が起きると考えた。そのためには時間の流れとともに貨幣の価値が目減りする仕組み、つまり貨幣に持越費用 (carrying costs) がかかる仕組みを導入し、貨幣が保蔵されることなく直ちに交換手段としての機能を発揮するようにしなくてはならないと考えた<sup>94</sup>。それが有名な「スタンプ付き貨幣」(ゲゼルはこれを **Free-Money** と呼んだ) の提唱につながった。具体的には、毎週、額面の 0.1% (年 5.2%) 相当の印紙を貼らなければ価値が保つことができないというスタンプ付き貨幣を導入し、それによって貨幣の保蔵、ひいては富の偏在を避けることができると考えた。

したがって、ゲゼルはマイナス金利の効果を高めるという金融政策への配慮からスタンプ付き貨幣 (Free-Money) を提唱したわけではない。あくまで富の偏在など社会問題に対する自らの正義感に突き動かされた提言であった。そのせいか、彼の提言が同時代の経済学界あるいは政策実務において真摯に取り上げられることはなかった。ゲゼルの提言が

<sup>91</sup> 1兆円を1万円札で積み上げると、高さは1万メートルに達し、世界最高峰のエベレスト (8,848メートル) より高くなる。日本銀行当座預金は2018年4月時点で383兆円に上るが、そのごく一部でも銀行券で引き出せば、その保蔵コストや保険コストは膨れ上がる。したがって現行の年-0.1%程度のマイナス金利では当座預金を銀行券で引き出すインセンティブは生じない。

<sup>92</sup> 本章第2節で述べたように、今日の日本では需給ギャップは小幅にプラス (需要超過) にあり、マイナス金利の深掘りが必要とされる状況にはない。

<sup>93</sup> Gesell (1916) の英訳である Pye (1958), pp.265-285 参照。

<sup>94</sup> Gesell (1916) は、現金の価値が時間とともに目減りする姿を “money that goes out of date like a newspaper, rots like potatoes, rusts like iron, evaporates like ether” (新聞のように古くなり、ジャガイモのように腐り、鉄のように錆び、エーテルのように蒸発する貨幣) と表現した。Gesell (1916) の英訳 Pye (1958), p.269 参照。なお、ゲゼルが Free-Money を提唱した 1910 年代半ばは、1914 年に始まった第 1 次世界大戦の下、多くの国が金本位制度を停止した時期であった (日本は 1917 年 9 月 12 日に金輸出を禁止)。こうした時代背景もあるかもしれないが、ゲゼルは Free-Money の導入とともに、金や銀の本位貨幣としての地位を失わせることも提言した。

注目されるようになったのは、ゲゼルの死後、Keynes (1936) が相当な紙幅を割いてゲゼルを紹介してからである。同著でケインズは、ゲゼルを「風変わりな、不当に無視された予言者」(the strange, unduly neglected prophet) とした上で、ケインズ自身も「彼のきわめて独創的な労作を変人の議論に過ぎないものとみなしていた」(I treated his profoundly original strivings as being no better than those of a crank) ことを認める<sup>95</sup>。それでもゲゼルのスタンプ付き貨幣について、「有名な『スタンプ付き』貨幣という処方箋を書いたのであって(中略)アーヴィング・フィッシャー教授が祝福の言葉をささげたのもそれであった」(This led him to the famous prescription of “stamped” money, … which has received the blessing of Professor Irving Fisher) と一定の評価をした<sup>96</sup>。

ゲゼルがスタンプ付き貨幣を提言してから1世紀が経った今、ゲゼルが再び注目されている<sup>97</sup>。理由は①非伝統的金融政策が十分な成果を出していない、②自然利子率が低迷する中、マイナス金利政策の実効性と汎用性を高めるために現金通貨にマイナス金利を課す必要性が意識されている、③情報技術(IT)の進歩およびITと金融の融合(FinTech)によって現金にマイナス金利を付けることが技術的に可能となりつつある、の3点にある。

現金の特徴としてはしばしば、無記名(匿名性)であること、無利子であること、満期など時間の概念がないことが挙げられる<sup>98</sup>。銀行券の場合、無記名であっても債務者は日本銀行と特定できるが、保有が極めて流動的であることもあって、債権者の特定には時間もコストもかかる。また、そもそも時間の概念のないところに利子の根拠を見出すことはできない<sup>99</sup>。結局、なぜ現金通貨が無利子かという問いに答えるとすれば、債券・債務の

<sup>95</sup> Keynes (1936), Chapter 23, Section VI を参照。なお本文中で引用した邦訳は塩野谷訳(1995)による。

<sup>96</sup> ケインズの「アーヴィング・フィッシャー教授が祝福の言葉をささげた」という言及は Fisher (1933) を指す。

<sup>97</sup> Agarwal and Kimball (2015), Buitert (2009), Fukao (2005), Rogoff (2016)、岩田・左三川・日本経済研究センター(2016)、岩村(2010)、岩村(2016)、翁(2017)など、マイナス金利に関連する著書・論文の多くが Gesell (1916) に言及している。

<sup>98</sup> 銀行券に満期といった時間の概念がないことは、銀行券の発行が歴史上、兌換銀行券として始まったことに遡ると考えられる。もちろん今日の銀行券は不換紙幣である。しかし、もともとは金や銀などの正貨(本位貨幣)に対する兌換券であった。兌換券の所有者はいつでも中央銀行に持ち込むことで正貨と交換できた。この「いつでも」という要素を兌換券に付与する上で、満期という概念は全く不要であった。これが現在にも引き継がれ、不換券となった今日も銀行券には満期という概念がないと考えられる。

<sup>99</sup> 利子と時間は不可分な関係にある。例えば、ケインズは Keynes (1936) で “the rate of interest is the reward for parting with liquidity for a specified period” (利子率は特定期間、流動性を手放すことに対する報酬である) と述べている。Keynes (1936), Chapter 13, Section II 参照。また、ウィーン学派に属するオーストリアの経済学者であり、財務大臣を務めた経験も持つオイゲン・フォン・バウム・バヴェルク (Eugen von Böhm-Bawerk, 1851-1914) は、利子の本質は現在財の価値が将来財の価値より大きいところに由来するとし、その価値の差を埋め合わせるための補

関係や利子の根拠となる時間の流れを特定するコストが高すぎるからである。そのコストの高さが IT や FinTech によって将来的に克服される可能性があることが、銀行券への付利の議論につながっている。

このような環境下、現金通貨あるいは銀行券にマイナス金利を課す方法について、いくつかの提案がなされている。主な提案については、岩田・左三川・日本経済研究センター（2016）で示された一覧<sup>100</sup>に加筆する形でまとめた表 4-2 を参照されたい。ここから、現金に対するマイナス付利の方法論には①課税型、②分化型、③その他という 3 つの流れがあることが見えてくる。

1 つ目の「課税型」とは、すでに紹介したゲゼルの Free-Money を源流とする考え方であり、現金に課税することで事実上、マイナス金利を課すことを指す。Fisher (1933)、Goodfriend (2000)、深尾 (2001) などはこの課税型に当たる。例えば、アーヴィング・フィッシャー (Irving Fisher, 1867-1947) は Fisher (1933) で、特定地域内で通用するスタンプ紙幣の導入を提案し、そのような紙幣を Stamp Scrip と呼んだ。額面 1 ドルのスタンプ紙幣の裏側に、毎週 2 セントのスタンプを貼付することを義務付けることで、当該紙幣が保蔵 (hoard) されることがなくなり、消費活動が刺激されると主張した。Keynes (1936) は、フィッシャーがゲゼルの Free-Money という提案に祝福を述べていたことを明かしている<sup>101</sup>。無論、この発案は大恐慌下にあった 1930 年代初頭の経済をいかに支えるかという問題意識に基づいたものであり、金融政策の文脈で現金に対するマイナス付利を論じたものではなかった。しかし、実質的には現金にマイナス金利を課すことと同じ効果を持つ。なおフィッシャーは、Stamp Scrip に貼付される印紙収入を循環促進税 (ambulatory tax) として、Stamp Scrip の制度運営に充てられることも併せて提案した。Goodfriend (2000) や深尾 (2005) も、制度設計の技術的な側面に違いはあっても、ゲゼルの Free-Money、フィッシャーの Stamp Scrip に類似する提案をしている。

---

償として債務者から債権者に与えられるものが利子であると考えた。これは「時差説」あるいは「時差打歩説」（ドイツ語では *Zeitagio Theorie*、英語では *time premium theory*）と呼ばれる。時差打歩説については西村・深町・小林・坂本 (1991)、121-122 頁参照。

<sup>100</sup> 岩田・左三川・日本経済研究センター (2016)、294 頁。

<sup>101</sup> Keynes (1936), Chapter 23, Section IV 参照。



表 4-2 現金にマイナス金利を課す方法（課税型、分化型、その他）

	提 唱 者	肩 書 ( 当 時 )	年	主 な 内 容
課 税 型	シルビオ・ゲゼル Silvio Gesell	社会思想家	1916	毎週、額面の0.1% (年5.2%) 相当の印紙を貼らなければ価値を保つことができない貨幣(ゲゼルはこれをFree-Moneyと名付けた)を国家レベルで導入することを提案。貨幣に対してマイナス金利を付けることを目的とした提案ではないが、その仕組みは事実上、マイナス付利と同様の効果を持つ。
	アーヴィング・フィッシャー Irving Fisher	イエール大学 教授	1933	ある特定地域内で使用可能なスタンプ紙幣(フィッシャーはこれをStamp Scripと呼ぶ)の導入を提案。額面1ドルのスタンプ紙幣の裏側に、毎週2セントのスタンプを貼付することを義務付けることで、当該紙幣が保蔵されることを避け、大恐慌下にある経済を支えることを意図している。ゲゼルのFree-Moneyに派生する案であり、ケインズは『雇用・利子・貨幣の一般理論』(1936)で、フィッシャーがゲゼルの考えに祝福を述べていたことを明かしている(Keynes (1936), Chapter 23, Section VI)。なおフィッシャーは、Stamp Scripに貼付される印紙収入を循環促進税(ambulatory tax)として制度の運営費に充てることを併せて提案した。
	マーヴィン・グッドフレンド Marvin Goodfriend	リッチモンド 連邦準備 銀行副総裁	2000	所要準備や現金の保有に対する保有税(carry tax)の導入を提言。これもフィッシャー同様、現金が保蔵され有効需要が不足する事態を避けることを意図している。このcarry taxはFedの政策金利であるFF金利のように、イールドカーブのショート・エンドを規定することになるため、carry taxの税率を調整することで事実上、マイナス領域における金利コントロールが可能となると主張する。ゲゼルの提案するFree-Moneyの電子版ともいえる。
	深尾 光洋	慶応義塾大学 教授	2001	現代版の「ゲゼルの銀行券印紙課税」案を提唱。毎年、日本銀行券の色とデザインを変更し、古い銀行券には印紙を貼付することを義務付ける。銀行券を交付(発行)する場合、日本銀行は額面の2%を手数料として徴収する。それでもデフレが進行した場合は、預金、国債、地方債などの金融資産にも課税することで、より幅広くマイナス金利を実現できると主張。
分 化 型	ロバート・アイスラー Robert Eisler	歴史研究家・ 聖書研究家	1932	価値尺度ないしニューメーラールとして機能する貨幣(アイスラーはこれをbank moneyあるいはmoney bancoと呼ぶ)と、法貨つまり決済・支払い手段としての貨幣(legal tenderと同義語としてアイスラーはcurrent moneyと呼ぶ)を分離し、両者に生計費指数に応じた交換レートを適用する。一方、国家間ではmoney bancoの交換レートはベッグする。こうした仕組みを応用することで、デフレのときにcurrent moneyをmoney bancoに対して減価させると、事実上、決済・支払い手段であるcurrent moneyにマイナス金利を課したことになる。その結果、current moneyを保蔵することのペナルティが高まり、支出行動が前倒しされやすくなる。current moneyの流通速度も高まり、デフレ脱却の作用を持つ。
	ウィレム・バイター Willem Buiter	シティグループ・ チーフ エコノミスト (元ケンブリッジ 大学教授、元 BoE金融政策委 員会外部委員)	2009	名目金利のゼロ下限を取り除く方法を3つ提案する。第1に貨幣自体を廃止する。第2に貨幣に課税する。これはゲゼルの考えに派生する。第3に価値尺度あるいはニューメーラールとしての貨幣と、決済手段あるいは支払い手段としての貨幣を分離し、両者の交換レートを調整する。これはアイスラーの提言の応用である。バイターはニューメーラールとしての貨幣としてユーロを仮定し、以下のように説明する。ユーロはニューメーラールとして賃金や価格の契約に使われる一方、ニューメーラールに過ぎないので、ユーロ紙幣や硬貨は全て廃止する。一方、新たにwimという通貨を発行し、wimが決済手段や支払い手段として使われるようにする。この場合、決済手段・支払い手段であるwimをニューメーラールであるユーロに対して減価することで、wimに事実上のマイナス金利を課することができる。その結果、wimの保蔵に対するペナルティが高まり、wimの流通速度が上昇し、デフレ脱却を促す。
	ルチル・アガルワル Ruchir Agarwa マイルズ・キンボール Miles Kimball	IMFエコノミスト  コロラド大学 教授/ ミシガン大学 名誉教授	2015	ニューメーラール(numeraire)としての電子的な貨幣(中央銀行の準備預金を想定)と銀行券の交換レートを変動させることで、銀行券に事実上、マイナス金利を課できると提言。具体的には、銀行が中央銀行に銀行券を還流させ準備預金を積み増す際に、銀行券の純還流額に一定率で手数料をかける。この手数料率を高めると、銀行券を中央銀行に還流させることのペナルティが高まる。これは中央銀行に還流される銀行券にマイナス金利を課することに等しい。この場合、銀行券の中央銀行への還流が抑制される。これは準備率の低下を経て、信用乗数を高め、デフレ脱却に貢献すると期待される。経済状況に応じて変動させることで、銀行券と電子的な貨幣(ニューメーラール)との間の交換レートが調整されることになる。アイスラーやバイターの提言に類似するが、この案の特徴は①銀行券を受け払いする中央銀行の窓口のみで作業が完結する。②家計や企業は特に何もしなくてもよい、という制度面のシンプルさにある。
そ の 他	岩村 充	早稲田大学 教授	2008	電子メディアという「お財布」の中に発行日情報付きの「電子銀行券」が何枚も収められているという設計をすることで、マイナス金利は技術的に可能と主張する。手形や社債と同じように銀行券(電子銀行券)に発行日情報を付けることで、発行日以降の経過時間の長短に応じて利子を調整する。
	グレゴリー・マンキュー N. Gregory Mankiw	ハーバード大学 教授	2009	Fedが毎年、紙幣番号の下1桁から適当な番号を選び、該当した紙幣を法貨としては認めないと宣言する紙幣のランダムな廃止案を紹介する。これによって今後1年間の紙幣の名目期待収益率をマイナス(-10%)にすることができる。なお、この提案自体はマンキューが主催するハーバード大学でのセミナーに参加した大学院生の発案であることを、マンキューも明らかにしている。

(注) それぞれの提唱が含まれる原書は以下の通り。Agarwal and Kimball (2015), Buiter (2009), Eisler (1932), Fisher (1933), Gesell (1916), Goodfriend (2000), Mankiw (2009)、岩村 (2008)、深尾 (2001)。

(出所) 岩田・左三川・日本経済研究センター (2016)、図表 6-5、294 頁に加筆して作成。

2つ目の方法である「分化型」は、歴史研究家かつ聖書研究家であるロバート・アイスラー (Robert Eisler, 1882-1949) が、Fisher (1933) とほぼ同時期に、Eisler (1932) で初めて提唱した。アイスラーの提案の最も重要なところは、価値尺度あるいはニューメレール (numeraire) としての通貨と、決済・支払い手段としての通貨を分化させることにある。ここでニューメレールとはレオン・ワルラス (Marie Esprit Léon Walras, 1834-1910) が Walras (1874) で用いた用語である。ニューメレールについては価値尺度財と呼ぶこともあるが、ワルラスが用いた本来の意味においては、ニューメレールは各種財の価値を表現するためだけに理論上想定される財を指しており、実際の経済活動において価値尺度となる財であることを前提とはしない。この点については、山崎 (1987) も注意を促しており、以下のようにヒックスを引用している<sup>102</sup>。「(ニューメレールについて) は取引の当事者によって計算単位として使われることさえも前提されてはいない。それは、観察者としての立場にある経済学者が、当事者が行っていることを説明する目的のために使用する計算単位以上のものではない」<sup>103</sup>。したがってニューメレールと価値尺度財は完全な同義ではなく、ワルラスの意味で本来、後者は前者の部分集合である。この点を踏まえた上で、以下ではニューメレールという用語を用い、価値尺度財という用語は用いない。

アイスラーは、ニューメレールとしての通貨を“bank money”あるいは“money banco”と呼び、一方の決済・支払い手段としての通貨を法貨 (legal tender) の同義語として“current money”と呼んだ<sup>104</sup>。このうち money bancoは小切手、手形、預金通貨など銀行が発行する信用貨幣を指す<sup>105</sup>。アイスラーは、このように価値尺度としての money bancoと決済・支払い手段としての current money に通貨を分化させ、かつ、それぞれに異なる通貨単位としての呼称を与えることを提案する。アイスラー自身は一例として money bancoに“pound (£)”、current moneyに“shillings (シリング)”という呼称を与えることを想定したが、それは英国民がそのような名前に慣れ親しんでいるからであって、本質的には呼称はドル、円、元、フランなど何でもよい。その上で、①同一国内で

<sup>102</sup> 山崎 (1987)、41-42 頁参照。

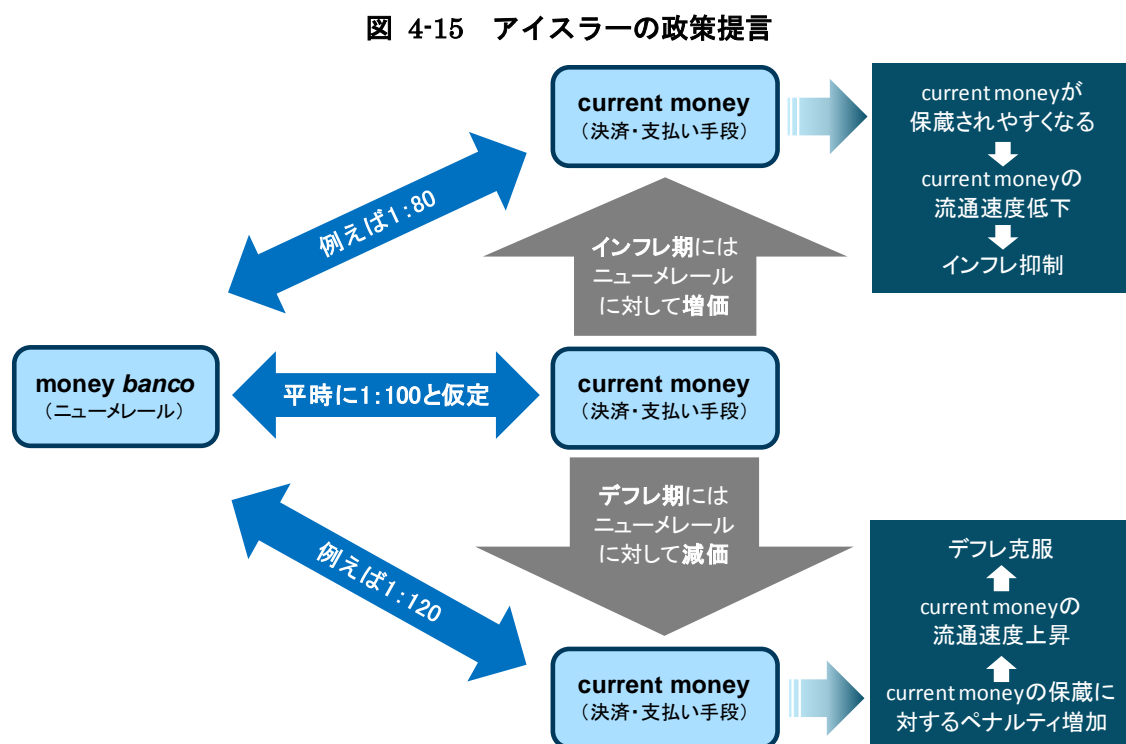
<sup>103</sup> Hicks (1967) の翻訳である江沢・鬼木訳 (1972)、4 頁。

<sup>104</sup> Eisler (1932), p.234 参照。なお Eisler (1932) では、“bank money”あるいは“money banco”に相当する通貨が“contract money”、“dollar banco”、“pounds banco”など異なる呼称で記述されている箇所がある。同様に決済・支払い手段としての“current money”についても“money proper”という別称が使われている箇所がある。Eisler (1932) を読む際には用語の変化に相当の注意を払う必要がある。

<sup>105</sup> 実際、アイスラーが“money banco”を“pound cheque”つまり「小切手」と読み替える箇所がある。Eisler (1932), p.235 参照。

は money *banco* と current money の交換レートを生計費指数（CPI に近似する概念）に連動させる、②他国との間では money *banco* の交換レートをペッグする、という 2 つの制度設計を提案した。

このような制度設計に基づいて、アイスラーはインフレに対して以下のような政策を提言する。すなわち、生計費指数が継続的に上がるインフレ期には、政策当局は決済・支払い手段である current money を、ニューメレールである money *banco* に対して増価させる。それによって current money を保有する消費者の購買力、すなわちニューメレールに対する決済・支払い手段の価値が高まり、current money は保蔵されやすくなる。その結果、current money の流通速度（＝名目 GDP / current money）は低下し、インフレに対して抑制的に作用する（図 4-15）。



Eisler (1932) はインフレを政策課題として議論を展開したが、デフレに対してもその議論は応用しうる。すなわち、生計費指数が継続的に下がるデフレ期には、政策当局は current money（決済・支払い手段）を money *banco*（ニューメレール）に対して減価させる。そうすることで、ニューメレールに対する決済・支払い手段の価値が目減りする。こ

これは決済・支払い手段に対して、事実上のマイナス金利を課したことになる。このマイナス金利は、決済・支払い手段である *current money* を保蔵することへのペナルティとして機能する。その結果、*current money* に基づく支出、つまり消費行動が前倒しされ、*current money* の流通速度も高まりやすくなる。このような過程を経て、この政策はデフレ脱却を促す。

上述したフィッシャーの *Stamp Scrip* と同様、アイスラーの提案も 1930 年代初頭のものであり、彼が金融政策の実効性への配慮から貨幣に対するマイナス金利の適用を意識したわけではない。しかし、ニューメレールとしての *money banco* と決済機能を持つ *current money* を分化させ、それぞれに通貨単位としての呼称を与え、デフレ期に *current money* (決済・支払い手段) を *money banco* (ニューメレール) に対して減価させるよう両者の交換レートを調整することは、事実上、*current money* (決済・支払い手段) にマイナス金利を適用することを意味する。この点で、アイスラーの思考は今日的な意義を持つ。

先に触れたように、通貨の三大機能とは①価値尺度機能、②決済機能、③価値保存機能である。この3つの機能を果たしてこそ通貨は通貨でいられる。しかし、アイスラーはこれら3つの機能を同一の呼称を持つ通貨が担う必要はないと考えた。技術的な実現可能性は別途問われるが、理論あるいは制度として検討に値する発案といえる。

ニューメレールとしての通貨と決済・支払い手段としての通貨を分化させ、両者の交換レートを調整するというアイスラーの発想を応用することで、現金へのマイナス付利という今日的な政策論を展開しているのが Buiter (2009)、Agarwal and Kimball (2015) などである。バイターは 1997~2000 年に BoE の金融政策外務委員を務めた経験を持つ。またアガルワルは国際通貨基金 (IMF : International Monetary Fund) のエコノミストである。つまり、政策実務の経験を有する立場からの発案であることが興味深い。なお両者の提案内容については前出の表 4-2 を参照して頂きたいが、それぞれの骨子を記しておこう。

Buiter (2009) は、ユーロ圏を思考対象として、①現行のユーロについては紙幣や硬貨を全て廃止したうえで価値尺度ないしニューメレール機能に特化させる、②決済・支払い手段としては新たに“wim”<sup>106</sup>という通貨を導入する、③wim をユーロに対して減価させる、という3つの段階を経て、現金へのマイナス付利が実現できると主張した<sup>107</sup>。この場合、ユーロは賃金や価格に関する各種契約における記号としての通貨単位すなわちニュー

<sup>106</sup> 初代 ECB 総裁を務めた Willem Frederik Duisenberg (“Wim” Duisenberg) にちなんで“wim”という呼称が使われた。Buiter (2009), p.29 参照。

<sup>107</sup> Buiter (2009), pp.28-34.

メレールとして使われる一方、実際の決済や支払いは **wim** で行われる。したがって各種財・サービスを提供する小売店などは、それまでと変わることなくユーロで価格を表示する。一方、消費者は **wim** で支払う。この場合、ユーロ（ニューメレール）と **wim**（決済・支払い手段）に交換レート（rate of exchange）が現れる。デフレ局面において、政策当局（例えば ECB）がユーロに対して **wim** を減価させるという政策決定を行うとしよう。これは事実上、決済・支払い手段である **wim** にマイナス金利を課すのと同等の効果を持つ。今日の日本銀行のマイナス金利策と異なるのは、日本銀行が同行の当座預金（の一部である政策金利残高）にマイナス付利をしているのに対して、Buiter（2009）では ECB は決済・支払い手段としての **wim** にマイナス金利を課すことになる。

ユーロに対する **wim** の減価は **wim** を保蔵するペナルティとして作用するため、消費者は **wim** を保蔵することをやめて、支出行動を積極化し、**wim** の流通速度が高まるであろう。つまり **wim** に対するマイナス金利を通じて、金融政策が一定のデフレ脱却効果を持つと期待される。

Agarwal and Kimball（2015）は、中央銀行準備預金を価値尺度（ニューメレール）としての電子的な貨幣と位置づけ、決済・支払い手段としての銀行券との間に一定の交換レートを設定する方法を提案する。ただしこの交換レートは、実際には、銀行などが銀行券を中央銀行に還流させて準備預金として積み上げる際の手数料として具体化される。政策当局（例えば中央銀行）がこの手数料の率を変動させることで、中央銀行準備預金（ニューメレール）と銀行券（決済・支払い手段）の交換レートが調整される。例えばこの手数料率を高めるとすると、銀行券を中央銀行に還流させることのペナルティが高まる。例えば、1 億米ドル分の銀行券を中央銀行に還流させると、手数料が差し引かれるため、準備預金として積み上がるのは 1 億米ドル未満となる。これは、中央銀行に還流される銀行券に事実上のマイナス金利を課すこととなるため、金融緩和下で中央銀行預け金が積み上がる事態を回避できる。その結果、準備率が低下、ひいては信用乗数が高まり、デフレ脱却に一定の効果を持つと期待される。これが Agarwal and Kimball（2015）の提言である。Eisler（1932）や Buiter（2009）の提言に類似するが、Agarwal and Kimball（2015）の提言の特徴は①銀行券を受け払う中央銀行の窓口のみで作業が完結する、②家計や企業は特に何もしなくてもよい、という制度面のシンプルさにある。なお Buiter（2009）あるいは Agarwal and Kimball（2015）は、いずれもそれぞれの著者が認めるように Eisler（1932）に議論の基盤を置く。

Gesell (1916) に始まる「課税型」や Eisler (1932) に始まる「分化型」のいずれとも異なる現金へのマイナス付利方法もいくつか提唱されている。例えば、岩村 (2008) による経過時間情報に基づく利子の適用、Mankiw (2009) によるランダムな紙幣の廃止案などがある。それぞれ前出の表 4-2 を参照されたい。

### 3.6. 低自然利子率下の金融政策の一形態：2段階アプローチによる整理

では、現金にマイナス金利を課す方法として、課税型と分化型のいずれがより現実性を持つといえるだろうか。Agarwal and Kimball (2015) は分化型であるとし、その理由として、現金への課税を政治が許容するとは考えにくいことを挙げた。同時に、この政治的なハードルの高さゆえに、課税型であるスタンプ紙幣が特定地域で実践されたことはあっても一国レベルで実践された例は歴史上、存在しないとした<sup>108</sup>。GDP比20%程度という高水準の現金通貨発行残高（銀行券および貨幣）を誇る日本では、より一層、現金への課税の政治的ハードルは高いであろう。まして現金による決済比率が高いと思われる高齢者に対して、事実上、より高い1票の価値を与えている日本の政治制度を考えるなら<sup>109</sup>、課税型の政治的なハードルは高いといえよう。

そこで、分化型を念頭に置き、低自然利子率が常態化した環境での金融政策の一形態を、2段階アプローチ（政策手段→操作目標→中間目標→最終目標）に基づいて整理してみよう（表 4-3）。

まず低自然利子率が常態化し、名目金利が非負制約に直面する中での金融緩和を考えよう。伝統的金融政策に基づく金融緩和は、操作目標である短期金利が非負制約に直面し、流動性のわなに陥りやすい。また、自然利子率が低迷する背景には、潜在成長率の伸び悩みという問題がある。したがって伝統的金融政策から非伝統的金融政策に移行したとしても、中間目標である期待は政策当局の意図したようには好転しにくい<sup>110</sup>。したがって自然利子率の低迷が常態化すると、伝統的金融政策、非伝統的金融政策を問わず、金融緩和の効力が下がる。

<sup>108</sup> Agarwal and Kimball (2015), p.4 参照。

<sup>109</sup> 図 4-2 で示したように、日本では高齢者比率に比例して1票の価値（一定数の有権者に与えられる議席の数）が高まる傾向が衆議院、参議院ともに見られる。

<sup>110</sup> 第2章第2節で、非伝統的金融政策を期待を中間目標とする2段階アプローチとしてとらえたことを想起されたい。

表 4-3 2段階アプローチによる整理

	伝統的 金融政策	非伝統的 金融政策	「分化型」 金融政策
政策手段	・金融調節(オペ) ・公定歩合操作 ・法定準備率操作	・金融調節(オペ)	・決済・支払い手段の ニューメレールに対す る価値
操作目標	・短期金利	・資産買入れ額 ・マネタリーベース ・イールドカーブ	・ニューメレールに対す る決済・支払い手段の 交換価値 (CPIなど代表的な物価 指数を参照しながら交 換価値を調節)
中間目標	・マネーストック ・誘導型アプローチでは 認識されない	・経済主体の期待 ・市場参加者の期待 (資産価格)	・決済・支払い手段の 流通速度 ・Agarwal and Kimball (2015) の場合は信用 乗数
最終目標	・物価の安定 ・国民経済の健全な発展(日銀) ・雇用の最大化(FRS)		



利点	・分かりやすく操作性 が高い ・柔軟な金融引き締め が可能	・多様な操作目標	・金利の非負制約に 相当する制約が操作 目標にない (自然利子率が低迷 する中でも金融緩和 が可能)
課題 (制約)	・名目金利の非負制約 ・自然利子率が低迷す る下では緩和余地が 限られる	・潜在成長率が低迷す る中での期待のコント ロール ・市場参加者の期待形 成の歪み (バブルの懸念)	・ニューメレールと決 済・支払い手段への 分化という技術的課題

(出所) 筆者作成。

一方、分化型の金融政策では、ニューメレールと決済・支払い手段を分化させた上で、決済・支払い手段の価値操作を政策手段とし、ニューメレールに対する決済・支払い手段の交換価値を操作目標とする。この枠組みでの金融緩和は、ニューメレールに対する決済・支払い手段の減価という形をとる。同時に、これは決済・支払い手段に対する事実上のマイナス付利と解釈できる。その結果、決済・支払い手段の保蔵に対するペナルティが高ま

り、中間目標である決済・支払い手段の流通速度が上昇することが期待される。この分化型の金融政策の利点は、操作目標（ニューメレールに対する決済・支払い手段の交換価値）に、名目金利の非負制約のような制約が存在しないことである。したがって、より柔軟な政策運営が可能となる。なお決済・支払い手段を減価させるペースについては、CPIなど代表的な物価指数の変化率を参照することが想定される。

また、物価が上がり金融引き締めが求められる局面では、自然利子率が低迷する中でも、分化型に加えて伝統的金融政策も選択肢となりうる。なぜならば、金利の制約はあくまで非負制約つまりマイナス方向のみに働く非対称的なものであり、プラス方向には金利は制約されないからである。したがって、過度なインフレに対する金融引き締めについては、自然利子率の高低に関わらず、短期金利の引き上げという伝統的な金融引き締めは一定の効力を持つであろう。あるいは「分化型」による金融引き締め、すなわちニューメレールに対する決済・支払い手段の増価は、経済主体に決済・支払い手段を保蔵する誘因を与えることで決済・支払い手段の流通速度を低下させ、物価上昇に対して抑制的に働くと推察される。

ただし、伝統的であれ分化型であれ、金融政策単独で流動性のわなに対する抜本的な解決、つまり自然利子率の上方シフトが実現するわけではない。我々が今後、直面する課題は、自然利子率が低迷する下での流動性のわなの常態化である。分化型の金融政策によって、流動性のわなの下でも操作目標の調整余地を高めることはできよう。しかし、潜在成長率ひいては自然利子率をより高い水準での均衡に移行させるには、経済の構造や制度を変える必要がある。したがって、分化型に基づく金融緩和（決済・支払い手段に対する事実上のマイナス付利）という形で側面支援を受けながらも、アベノミクスのいわゆる第3の矢（民間投資を喚起する成長戦略）こそが今後も政策の軸となる必要がある。

### 3.7. 通貨間競争とハイエクの「貨幣の脱国営化論」

仮に流動性のわなが常態化する中であって、分化型のマイナス付利が定着した場合、さらに何が起きうるだろうか。

一つの可能性として、通貨間の競争を挙げることができよう。Eisler (1932) に始まる分化型のマイナス付利の要諦は、通貨をニューメレール機能と決済・支払い機能に分化し、後者を前者に対して減価させることで事実上、決済・支払い手段にマイナス金利を課すという点にあった。この段階では、ニューメレールを担う通貨と決済・支払い機能を担う通



貨は1対1で対応している。つまり交換レートは1系列のみが存在する。

しかし両者の関係が1対1であり続ける必然性はない。確かに、ニューメレール機能を担う通貨は定義上、1つであることが自然である。しかし、一方の決済・支払い手段としての通貨については、より安定した価値貯蔵機能を持つ決済・支払い手段に対する経済主体の選好が強まることは想定しうる。そのため、新たな決済・支払い手段が生まれ、複数の通貨が流通する制度的余地は十分ある。なお、ここでいう「複数の通貨」とは金銀複本位制のようなものではなく、異なる通貨単位（呼称）を持った複数の通貨が現れるという意味である。例えば、先に紹介した Buiter (2009) は価値尺度としてはユーロ、決済・支払い手段としては“wim”というように2種類の通貨単位（呼称）を想定した。前者のユーロは理論的に存在するニューメレールであり、紙幣や硬貨といった物理的な存在ではない。一方、wim は実際に消費者が決済や支払いで使う紙幣・硬貨など物理的（場合によっては電子的）な存在である。こうした設定の下、例えば wim（決済・支払い手段）がユーロ（ニューメレール）に対して価値が不安定になったとしよう。その場合、民間企業や金融機関の中で、より安定的な価値を持つ新たな通貨（物理的あるいは電子的な通貨）を自ら発行する誘因を持つものが現れるとも考えられる。

それを技術的に可能とするのが、IT の進歩かつ IT と金融の融合（FinTech）である。すでに数多ある仮想通貨（ビットコインなど）もそのような新たな通貨の候補となりうる<sup>111</sup>。ここで重要なことは、仮想通貨が固有の通貨単位（ビットコインであれば BTC）を持っているということである。この点において、仮想通貨はクレジットカード、デビットカード、電子マネーとは異なる。それによって、Buiter (2009) の文脈においては、ユーロ（ニューメレール）と wim に加えて、ユーロと BTC で示されるもう一つの交換レートが生まれる制度的かつ技術的な余地がある。さらには、wim と BTC の間でいわばクロスレートが形成されることも考えうる<sup>112</sup>。

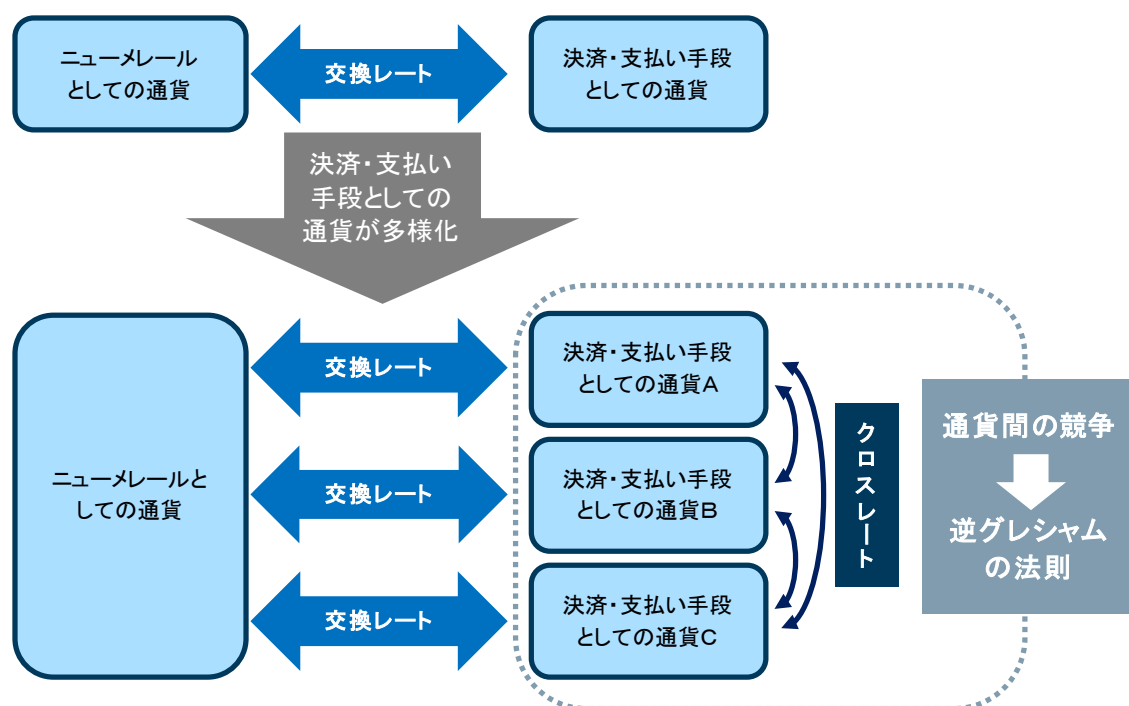
つまり、分化型によるマイナス付利が定着した世界においては、ニューメレールと決済・支払い通貨の関係は「1対1」から「1対多」に発展することも、一つの可能性として想定

<sup>111</sup> 本章注 80 で触れたように、民間情報サイト [coinmarketcap](http://coinmarketcap.com/) <<http://coinmarketcap.com/>>によると、2018年3月時点で1500を超える暗号通貨が存在し、時価総額は約3,500億米ドル（37兆円）に達する。

<sup>112</sup> 今日の外国為替市場では、一般に米ドルを基軸通貨と位置付けて米ドルを中心に為替レートは表示される。対米ドルで表された為替レートに基づいて、他の通貨間の為替レートを米ドルを介さずに表示したものを「クロスレート」と呼ぶ。本文では、ニューメレールを米ドルに相当する位置づけとし、ニューメレールを介さずに表される決済・支払い通貨間の交換レートをクロスレートと呼ぶ。

される（図 4-16）。この場合、ニューメレールに対する交換レートは複数存在することになる。同時に、決済・支払い手段としての多数の通貨の間にも複数のクロスレートが生じる。

図 4-16 「分化型」による現金へのマイナス付利から通貨間競争への発展



（出所）筆者作成。

通貨の使用者はその時点でのニューメレールに対する交換レートや他通貨とのクロスレートを見ながら、自分の効用を最大化する通貨を選択できる。消費者のリスク選好度にもよるが、一般にはニューメレールに対する価値が安定した通貨は選好されやすいであろう。そのような通貨はニューメレールに対して増価する可能性もある。結果として「良貨が悪貨を駆逐する」といういわば「逆グreshamの法則」が見られるとの考察も可能となる<sup>113</sup>。

<sup>113</sup> 「悪貨は良貨を駆逐する」(bad money drives out good) はしばしばトーマス・グresham (Thomas Gresham, 1519-1579) にちなんで「グreshamの法則」(Gresham's law) と呼ばれる。本文では、通貨競争によってむしろ「良貨が悪貨を駆逐する」という現象が起こりうると考え、「逆グreshamの法則」という表現を使った。なおグreshamの法則については、同様の現象を最初に指摘したのはポーランド出身の天文学者ニコラウス・コペルニクス (Nicolaus Copernicus, 1473-1543) との指摘もある。そのため、例えば Krueger and Ha (1995) では「グresham=コペルニクスの法則」(Gresham-Copernicus' law) という呼称が使われている。Krueger

こうした通貨の競争自体が消費者の効用ひいては社会の厚生を高める可能性を説いたのが、政府による市場管理を批判したフリードリッヒ・ハイエク (Friedrich A. Hayek, 1899-1992) である。ハイエクは Hayek (1976) において「貨幣の脱国営化論 (denationalization of money) を説いた<sup>114</sup>。なおハイエクは、国家あるいは中央銀行による通貨の発行自体を否定してはいない。あくまで国家あるいは中央銀行が独占的に通貨を発行することが、財政による通貨発行に対する介入を可能とし、結果的にインフレすなわち通貨価値の下落を歴史上に生じさせたと主張した。ハイエクがこの説を唱えた 1970 年代半ばは、1971 年 8 月のニクソン・ショックを契機とする変動相場制への移行、それに付随する通貨の対外価値の不安定化、および 1973 年の第 1 次石油ショックを契機とする通貨の対内価値の下落すなわちインフレを背景として、通貨価値が強い関心を集めた時期であった。そのような中、ハイエクは通貨価値の不安定化を、単にマクロ経済政策の運営という技術論に帰するのではなく、国家による独占的な通貨の発行体制に起因するものと位置づけ、通貨発行を国家の独占から解放する必要があると訴えた<sup>115</sup>。

そのようなハイエクの主張が 40 年の時を経て、再度注目される可能性が出てきた。その原動力となっているのが、①自然利子率の長期低迷による流動性のわなの常態化リスク、②大規模な金融緩和による通貨価値の不安定化リスク、③IT や FinTech を背景とする通貨選択余地の技術的拡大、である。

市場金利が非負制約に直面する中、ゼロ金利の銀行券が中央銀行によって独占的に発行されている限り、いまだ価値が不安定なビットコインなどの暗号通貨が本格的な通貨競争を引き起こす余地は限られる。しかしここまで見てきたように、仮に分化型による現金へ

and Ha (1995), p.61 参照。

<sup>114</sup> Hayek (1976) のタイトルは“Denationalization of Money”であるが、これに対する「貨幣の脱国営化論」という本文で用いた邦訳は池田・西部訳 (2012) に基づく。ただし、より古い翻訳である川口訳 (1988) では「貨幣発行自由化論」とされている。なぜ川口訳の「貨幣発行自由化論」ではなく「貨幣の脱国営化論」という訳語を採用したのかについて、訳者の一人である西部は、ハイエクが自由化すべきと主張した対象は決して貨幣の発行業務のみではなく、貨幣の名称、価値単位、準備資産の種類と量、発行運営方針なども含まれることを指摘し、「貨幣発行自由化論」ではハイエクの問題意識が矮小化されると述べている。池田・西部訳 (2012)、306 頁参照。

<sup>115</sup> ただしハイエクは通貨発行について完全な自由放任 (レセフェール: laissez-faire) を是認するわけでもなかった。ハイエクは発券銀行の義務あるいは発券制度の要件として、①発券銀行は所有者の選択に応じて別の貨幣に交換する義務を負う、②発券銀行は発行貨幣の購買力が一定になるように、通貨量を統制する意図があることを公表する、③発券銀行は発行貨幣の価値を一定に保つため、基準となるコモディティを公示する、④時と場所に応じて発券銀行がコモディティ変更の権利を有するような商品準備本位制度を基本とする、などを挙げている。Hayek (1976), Chapter 8 を参照。またハイエクは、小売り取引においては貨金の支払いの際に使われる通貨などによって支配的な通貨が決まってしまう部分が大きいため、通貨間の競争は企業間での使用で起こると考えた。Hayek (1976), Chapter 9 を参照。ただし、今日および将来的な FinTech の発展を考慮すると、今後の通貨間競争は企業間取引のみでなく小売り取引においても想定しうる。

のマイナス付利が常態となった場合、通貨競争の可能性が高まろう。IT や FinTech などの技術発展も通貨競争への歩みを後押しすると考えられる。

中央銀行が独占的な通貨発行権を法的に付与された時期は 1800 年代にさかのぼる。最初のケースは、1844 年に英国のピール銀行条例によってそのような権利を得た BoE (1694 年設立) である。設立年では世界最古の中央銀行であるスウェーデンのリクスバンク (1668 年設立) は、1897 年に通貨の独占的な発行権を法的に付与された。また日本銀行は 1882 年の日本銀行条例によって設立され、同時に独占的な通貨発行権を得た<sup>116</sup>。FRS はやや遅れて 1913 年の連邦準備法 (Federal Reserve Act) によって設立され、通貨の独占的な発行が可能となった。ECB は 1998 年に設立され、排他的な通貨発行権を与えられた。このように主要な中央銀行が独占的な通貨発行権を得た歴史は長く見ても百数十年である。まして、管理通貨制度の歴史に至っては 70~80 年にとどまる。その百数十年の歴史において、流動性のわなや名目金利の非負制約の具体化は珍事と位置付けることが可能であった。

一方、今日においては、潜在成長率ひいては自然利子率の低迷が長期化・常態化するリスクが現実性を増している。それによって、中央銀行が独占的な通貨発行権を得て以降、ほとんど全くといってよいほど意識する必要のなかった名目金利の非負制約および流動性のわなを、今後は意識することとなる。実際、非負制約は日本を一例として、金融政策の実効性に対する制約となりつつある。非負制約が常態として意識されることとなれば、制度的補完性の観点からも、これが他の制度に変容を迫るきっかけとなりうる。本節では、それがどのような結果をもたらすかについての考察を、分化型金融政策による決済・支払い手段に対する事実上のマイナス付利という観点から行った。そこから派生する一つの可能性として通貨間競争についても論じた。

無論、中央銀行が通貨発行権を失うことなど今後も考えられない。しかし、そのような権利が独占的で排他的なものであるとはいえなくなるケースについての考察が必要となってきた。そのような考察の必要性を高める要素として①自然利子率の長期低迷による流動性のわなの常態化リスク、②大規模な金融緩和による通貨価値の不安定化リスク、③IT や FinTech を背景とする通貨選択余地の技術的拡大を挙げることができる。

---

<sup>116</sup> ただし日本銀行が実際に銀行券 (銀貨兌換券) の発行を始めたのは 1885 年 5 月 9 日である。

### むすび

日本銀行はQQEという形で、非伝統的な金融緩和策を大規模に行ってきたが、CPI前年比2%で定義される物価安定の目標には至っていない。また、第2次安倍内閣（当時）が2013年6月に閣議決定した名目GDP成長率3%、実質GDP成長率2%も実現していない。その背景では潜在成長率（≒自然利子率）が低迷しており、金融政策が实体经济に対して緩和的であるための「実質金利<自然利子率」という条件を持続的に満たすことが難しくなっている。したがって、本来求められるポリシー・ミックスは、実質政策金利を引き下げる金融政策（第1の矢）と、長期的な視点に立って自然利子率の押し上げを図る構造改革あるいは成長戦略（第3の矢）である。ところが実際の政策は短期的な志向が強く、政策の軸足を第3の矢ではなく、第2の矢つまり財政政策に移すべきだとの主張も一部でなされている。

一方、人口動態を踏まえると、潜在成長率あるいは自然利子率の低迷が今後は常態となる可能性がある。その場合、流動性のわな自体が長期化し、金融政策によって実質金利を自然利子率以下に抑えることが難しくなる。これは金融政策自体が实体经济に対する効力を構造的に弱めることを意味する。

そこで本章では、①政策が短期的な志向を強めやすくなる背景、②金融政策と財政政策のポリシー・ミックス、③流動性のわなが常態化した場合の金融政策の課題を検討し、低自然利子率下の金融政策の一形態を示すことを目的として、考察を進めた。

本章では以下を明らかにした。

第1に、政策が短期的な志向を強めやすくなる背景として、①高齢化によって消費者の時間選好率が高まる中、オイラー方程式が示唆するように消費者が将来財より現在財を愛好しやすくなっていること、②衆議院、参議院いずれも1票の価値が高齢者比率に比例する議席配分となっていること、③時間選好率の上昇という構造問題と議席配分という制度問題が折り重なることで、短期志向に基づく政策選択の政治的誘因が強まりやすくなっていることを示した。構造と制度の間で制度的補完性が作用することで、短期志向の政策選好は今後も続きやすい。

第2に、財政政策との関連から見た金融政策については、IS-LMモデル、FTPL、FTPLの一形態としてのヘリコプターマネーを論じ、金融政策を財政政策に制度的に協調させる現実性と必要性がいずれも低いことを示した。とりわけヘリコプターマネーの制度インフ

ラとなる統合政府については、法的・制度的な側面を踏まえた上での現実性の低さ、および日本の需給ギャップ（有効需要不足）が小さいことを踏まえた上での必要性の低さを示し、ヘリコプターマネーは日本経済にとっての適切な処方箋ではないと結論付けた。すなわち、統合政府という器のもとに、中央銀行を政府と制度的に協調させた上での政策運営を、今日の日本経済は必要としていない。

第3に、流動性のわなが常態化した場合でも金融政策の実効性を維持するための理論的選択肢として、①銀行券の廃止、②銀行券へのマイナス付利があること、さらに銀行券のマイナス付利には、(i) 現金に課税する「課税型」、(ii) ニューメレールと決済・支払い手段を分化させ、後者を前者に対して減価させる「分化型」、(iii) その他という3つの類型があることを示した。ただし、日本は他国と比べて現金流通高が高く、銀行券の廃止あるいは課税型によるマイナス付利は現実的とは言い難い。上述したように高齢者が高い1票の価値を持つ中、現金決済比率の高い高齢者に負荷をかける課税型は、政治的にも選好されにくいであろう。一方、情報技術（IT）の進歩およびITと金融の融合（FinTech）を踏まえると、現金へのマイナス付利の方法論として分化型が今後の可能性を有すると論じた。

第4に、分化型の金融政策を伝統的金融政策あるいは非伝統的金融政策と同様、2段階アプローチ（政策手段→操作目標→中間目標→最終目標）で整理できることを示し、名目金利の非負制約に相当する制約が、分化型金融政策の操作目標にはないことを明らかにした。これが、流動性のわなの常態化の可能性を踏まえたときの分化型金融政策の利点であり、伝統的金融政策が抱える制約の克服でもある。一方で、分化型金融政策には、ニューメレールと決済・支払い手段の分化に関わる制度の設計や技術制約の克服という課題が残される。

**補論：閉鎖経済型 IS・LM モデルにおける経済政策の乗数**

本章第1節では、閉鎖経済を想定したシンプルな IS・LM モデルに基づく財政政策と金融政策の乗数を用いて、流動性のわなや信用創造が停滞する局面では、金融政策の実質 GDP 押し上げ効果が下がり、相対的に財政政策の有効性が高まることを示した。同時にこれは、金融政策に依存する局面から、金融政策と財政政策の協調つまりポリシー・ミックスの局面に移行することの意義も示唆する。

以下では、閉鎖経済型 IS・LM モデルから金融政策や財政政策の乗数を導出する過程を見ておこう。

IS 曲線は、実質産出量に対する予定支出と実際の支出が一致するような実質産出量と金利の組み合わせを示す<sup>117</sup>。簡略化のため閉鎖経済を想定すると<sup>118</sup>、これは貯蓄と投資（設備投資、公共投資、在庫投資などの実物投資）を等しくさせる実質産出量と金利の組み合わせといえる。

マクロレベルでは生産、分配、支出が等しくなるという三面等価の原則が成り立つ。これに基づく、閉鎖経済を想定した場合、

$$Y = C + I + G$$

となる。ただし、 $Y$  は実質 GDP、 $C$  は個人消費、 $I$  は実物投資、 $G$  は財政支出であり、それぞれ以下のように定式化する。

$$C = a + b(Y - T)$$

$$I = c - d \cdot i$$

$$G = \bar{G}$$

ここで  $a$ 、 $c$ 、 $d$  は正の定数、 $b$  は 1 より小さい正の定数で限界消費性向、 $i$  は金利、 $T$  は税収、 $\bar{G}$  は政府が適切とみなす財政支出を表す。このとき  $Y - T$  は可処分所得に相当する。また、便宜的に予想インフレ率と実際のインフレ率をいずれもゼロと仮定する。この場合、本来、実質金利である  $i$  は名目金利と等しくなる。

以上から

<sup>117</sup> IS 曲線については「財市場の均衡を表すもの」と説明されることが多い。しかし、実際には「供給」の概念は IS 曲線に含まれていないため、これは正確な表現ではない。Romer (1996), p.200 参照。

<sup>118</sup> なお変動相場制下の開放経済では、財政政策よりも金融政策の乗数が高まりやすい。しかしその場合でも、経済が流動性のわなにあるとの仮定を加えると、やはり金融政策に対する財政政策の優位性は変わらない。

$$Y \equiv C + I + G$$

$$= a + b(Y - T) + c - d \cdot i + \bar{G}$$

となり、ここから

$$Y = \frac{1}{1-b} \{ (a+c) + \bar{G} - bT - d \cdot i \} \dots (4-3)$$

が得られる。式(4-3)が閉鎖経済におけるIS曲線である。

一方、LM曲線は、ある物価水準 $P$ の下で貨幣の需要と供給を均衡させる産出量と金利の組み合わせを示す。ここで名目貨幣供給を $M^S$ 、名目貨幣需要を $M^D$ とすると、貨幣市場の均衡は $M^S = M^D$ で表される。このとき実質貨幣需要は

$$\frac{M^D}{P} = eY - f \cdot i$$

となる。ここで $e$ と $f$ は正の定数である。つまり、実質貨幣残高に対する需要は実質GDPである $Y$ の増加関数であり、金利 $i$ の減少関数である。前者が貨幣に対する取引動機や予備的動機、後者が貨幣に対する投機的動機に相当する。本来ここでの金利は名目金利であるが、特定の物価水準 $P$ (つまりインフレ率=ゼロ)を想定しているため、先のIS曲線同様、名目金利と実質金利を区別する必要はない。

一方、名目通貨供給については

$$M^S = mH$$

とする。ここで $H$ はマネタリーベース、 $m (> 1)$ は信用乗数である<sup>119</sup>。

以上から、貨幣市場の均衡条件 $M^S = M^D$ が成り立つとき、

$$m \frac{H}{P} = eY - f \cdot i$$

$$\therefore i = \frac{1}{f} \left( eY - m \frac{H}{P} \right) \dots (4-4)$$

となる。式(4-4)がLM曲線である。

財市場と貨幣市場がともに均衡にあるとき、LM曲線である式(4-4)をIS曲線である式(4-3)に代入することで、

<sup>119</sup> 現金通貨の預金通貨に対する比を $\alpha$ 、中央銀行預け金の預金通貨に対する比を $\beta$ とすると、信用乗数 $m \equiv (1 + \alpha) / (\beta + \alpha)$ である。 $0 < \beta < 1$ であるため $m > 1$ である。



$$Y = \frac{f}{(1-b)f + d \cdot e} (a + c) + \frac{f}{(1-b)f + d \cdot e} (\bar{G} - bT) + \frac{d \cdot m}{(1-b)f + d \cdot e} \cdot \frac{H}{P} \cdots (4-5)$$

が得られる。このとき  $Y$  は物価  $P$  の減少関数である。つまり、式 (4-5) は閉鎖経済における総需要関数である。

総需要関数 (4-5) に基づくと、財政政策 (財政支出の増加  $\Delta G$ 、減税  $-\Delta T$ ) や金融政策 (量的緩和  $\Delta(H/P)$ ) の実質 GDP 押し上げ効果 ( $\Delta Y$ ) は

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{財政支出の乗数 } \frac{\Delta Y}{\Delta G} = \frac{f}{(1-b)f + d \cdot e} > 0 \\ \text{減税の乗数 } -\frac{\Delta Y}{\Delta T} = \frac{f \cdot b}{(1-b)f + d \cdot e} > 0 \\ \text{マネタリーベースの乗数 } \frac{\Delta Y}{\Delta(H/P)} = \frac{d \cdot m}{(1-b)f + d \cdot e} > 0 \end{array} \right.$$

となる。これらが本章第1節で用いた乗数である。

## 終章

本論文は、日本経済が伝統的金融政策との親和性を有していた背景を探るところから始め、伝統的金融政策から非伝統的金融政策への移行過程、非伝統的金融政策の作動メカニズム、非伝統的金融政策に内包されるリスクを明らかにした上で、自然利子率が構造的に低迷する環境下での金融政策の課題を示すことを目的とした。

この目的を踏まえて4つの課題を設定した。第1に、伝統的金融政策から非伝統的金融政策への移行過程を、実体経済と金融経済の結びつき、および制度の歴史的変遷を踏まえて解明する。第2に、非伝統的金融政策に期待される効果、およびその効果を評価するためのフレームワークを示す。第3に、非伝統的金融政策に内包されるリスクを、中央銀行の財務の健全性（financial soundness）と政府の財政の健全性（fiscal soundness）を視角として明らかにする。第4に、自然利子率が低迷する環境下での金融政策の課題を、財政政策および流動性のわなとの関連を踏まえて示す。

これらの課題について、本論文は以下を明らかにした。

第1の課題である伝統的金融政策から非伝統的金融政策への移行について、まず貯蓄投資差額と資金過不足が実体経済と金融経済の結びつきを描く重要な概念であることを示した上で、1990年代末に非金融法人が貯蓄不足主体（資金の取り手）から貯蓄余剰主体（資金の出し手）に転じたことが、伝統的金融政策が実効性を下げた直接的な背景であったことを示した。さらに、1980年代の円高進行と金融の自由化・国際化、1980年代後半から1990年代初頭にかけてのバブルの生成・崩壊と人口ボーナスからオーナスへの転化が、戦時体制下で作られた各種制度・法令に基づく金融・雇用システムに変容を迫り、その延長線上で、企業ガバナンスの軸が規模（資金調達と実物資産を両建てで増やすバランスシートの拡大）から、効率（負債の圧縮と貯蓄の確保を通じた収益性の向上）へと移行した。非金融法人の貯蓄余剰主体への転化はそれが具体化した姿である。伝統的金融政策が効力を弱めた要因として、しばしば名目金利の非負制約が挙げられる。確かにそれは近因であるが、さらにその背景では、戦時体制下で築かれた各種制度・法令の変化や、人口動態という構造面の変化があったことを、本論文は明らかにした。その場合、非伝統的金融政策が出口を出たとしても、それがかつての伝統的金融政策への回帰を意味するわけではないことも示される。

第2の課題である非伝統的金融政策の効果、および、その効果を評価するためのフレー

ムワークについて、まず本論文は、非伝統的金融政策の実効性を左右する最も重要な要素を市場参加者や経済主体の「期待」と捉えた。その上で、非伝統的金融政策は、その具体的な形態を問わず、期待を中間目標とする2段階アプローチで描写できることを示した。もとより期待は数値化の困難な概念であるが、フィリップス曲線の切片に着目することで、非伝統的金融政策を評価する上で重要な期待である予想インフレ率を、一定程度、数値化できる。このようなフレームワークに基づいて非伝統的金融政策の効果を評価し、フィリップス曲線の切片の低さ、つまり経済主体の予想インフレ率の低迷が、非伝統的金融政策の効果がもっとも出遅れている領域であることを明らかにした。

第3の課題である非伝統的金融政策が内包するリスクの解明については、2つの視角を設定した。1つ目の視角である中央銀行の財務の健全性については、日本銀行の負債側（当座預金）および資産側（保有長期国債）いずれも金利上昇に対して脆弱であることを定量的に示した。これは、非伝統的金融政策のリスクが具体化するのには、緩和局面ではなく出口だということを意味する。一般に中央銀行に損失が生じた場合、それを会計上、認識する方法として、繰延資産の計上と自己資本の毀損の2つがあるが、日本銀行の場合は後者となる。ところが、現行の日本銀行法が損失補償規定を持たないことから、日本の場合、非伝統的金融政策からの出口では、法改正を含めた立法上の課題も生じうる。つまり、出口では、日本銀行の財務の健全性が低下するだけでなく、会計や法律という制度上の課題も浮上することを明らかにした。また、2つ目の視角である政府の財政の健全性との関連では、日本銀行が本来の中央銀行の機能であるLLR機能あるいはMMLR機能とは異質な、財政従属という新たな領域に入り込む可能性があることを示した。その場合、中央銀行が自らの裁量で物価をコントロールすることは理論上、難しくなる。

以上の3つの課題に取り組むことで明らかとなったことは、非伝統的金融政策からの出口は、かつての伝統的金融政策への回帰を意味するわけではないということである。同時に、人口動態を踏まえると、今後も潜在成長率ひいては自然利子率が低迷する可能性は高い。したがって、自然利子率が長期にわたって低迷する場合の金融政策の課題を描き、そのような場合でも政策運営に強い制約がかからない金融政策の一形態を示す必要がある。これが4つ目の課題であり、同時に本論文の目的である。

自然利子率が長期にわたって低迷し、流動性のわなが常態化すると、金融政策のみで実質金利ギャップ（＝実質金利－自然利子率）を十分、負の方向に広げることは難しくなる。その場合、本来は長期的な視点に立った成長戦略による自然利子率の引き上げが求められ

る。しかし日本においては、①高齢化を背景として時間選好率（主観的割引率）が高まっている、② 1 票の価値が高齢者比率に比例して上昇する傾向にある、③これら 2 つの要因により短期志向に基づく政策選択の政治的誘因が強まりやすい、という現実がある。そのような中、成長戦略ではなく、むしろ財政政策を経済政策の主エンジンに格上げし、金融政策を財政政策に協調させるという声が政策実務の場で聞こえ始めている。同時に、そのような政策の制度インフラとして統合政府も論点となっている。しかし、本論文は統合政府について、法的・制度的な側面を踏まえた上での現実性の低さ、および需給ギャップ（有効需要不足）が小さいことを踏まえた上での必要性の低さを示した。

その上で本論文は、低自然利子率下の金融政策の形態について、ニューメレールと決済・支払い手段を分化させる「分化型」金融政策が、一つの可能性として位置づけられることを示した。この政策は、決済・支払い手段のニューメレールに対する価値を政策手段、そのような価値の調節を操作目標、決済・支払い手段の流通速度を中間目標、物価の安定を最終目標とする 2 段階アプローチで描写できる。つまり、伝統的金融政策、あるいは期待を中間目標とする非伝統的金融政策と同様のフレームワークで、政策効果の達成度合いを評価できる。一方で、この分化型金融政策の操作目標には、名目金利の非負制約に相当する制約がない。これが、自然利子率の長期低迷および流動性のわなの常態化の可能性を踏まえたときの、分化型金融政策の利点であり、伝統的金融政策が抱える制約（名目金利の非負制約）の克服である。

通貨をニューメレールと決済・支払い手段に分化させるという分化型金融政策の考え方は Eisler (1932) に遡る。今日でも Agarwal and Kimball (2015)、Buiter (2009) など、政策実務の経験を有する立場からの研究がなされている。そのような中、本論文は、分化型金融政策が一定の現実性を帯びるまでに日本経済の構造が変化してきていることを、金融政策を軸とする多面的な考察を通じて明らかにした。

本論文を踏まえて、今後の課題を 2 点挙げておきたい。第 1 に、情報技術 (IT) および IT と金融の融合 (FinTech) の扱いである。今後の金融政策あるいは通貨のあり方は、IT の進歩および FinTech と不可分である。本論文は、IT や FinTech を所与、つまり外生変数と位置付けているが、今後の技術進歩を見極めながら、FinTech がもたらす金融政策の課題を明らかにする必要がある。第 2 に、成長戦略の実行可能性を評価するための政治経済学的な分析である。伝統的、非伝統的、分化型いずれの形態をとるにしても、金融政策自体で潜在成長率ひいては自然利子率を長期的に引き上げることは難しい。自然利子率の

## 終章

引き上げには、長期的な視点に立った成長戦略が欠かせない。しかし本論文が明らかにしたように、成長戦略の実行可能性を評価するには、人口動態や選挙制度など複眼的なアプローチが求められる。金融政策のみでなく成長戦略も含む経済政策についての政治経済学的な分析も今後の課題である。

参考文献

(外国語文献)

- Abegglen, James C. (1958), *The Japanese Factory: Aspects of Its Social Organization*, Free Press. (山岡洋一訳 (2004) 『日本の経営 新訳版』日本経済新聞社)
- Agarwal, Ruchir and Miles Kimball (2015), “Breaking Through the Zero Lower Bound,” *IMF Working Paper*, WP/15/224, October.
- Aoki, Masahiko (2001), *Towards a Comparative Institutional Analysis*, MIT Press. (瀧澤弘和・谷口和弘訳 (2003) 『比較制度分析に向けて』NTT 出版)
- Aoki, Masahiko and Hugh Patrick (1994), *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press. (白鳥正喜監訳 (1996) 『日本のメインバンク・システム』東洋経済新報社)
- Arbatli, Elif, Dennis Botman, Kevin Clinton, Pietro Cova, Vitor Gaspar, Zoltan Jakab, Douglas Laxton, Constant Aime Lonkeng Nguouana, Joannes Mongardini and Hou Wang (2016), “Reflating Japan: Time to Get Unconventional?” *IMF Working Paper*, WP/16/157, August.
- Bagehot, Walter (1873), *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Scribner. (宇野弘蔵訳 (1941) 『ロンバード街 ロンドン金融市場』岩波文庫、久保恵美子訳 (2011) 『ロンバード街 金融市場の解説』日経 BP 社)
- Bank for International Settlements (1989), *Payment Systems in Eleven Developed Countries*, Committee on Payments and Market Infrastructures, April.
- Bank for International Settlements (2015), *Digital currencies*, Committee on Payments and Market Infrastructures, November. (日本銀行抄訳 (2015) 『デジタル通貨』、11月)
- Barro, Robert J. and Xavier Sala-i-Martin (1995), *Economic Growth*, McGraw-Hill. (大住圭介訳 (1997、98) 『内生的経済成長理論 (上・下)』九州大学出版会)
- Bergin, Paul R. (2000), “Fiscal Solvency and Price Level Determination in a Monetary Union,” *Journal of Monetary Economics*, Vol.45, No.1, pp. 37–55, February.
- Bernanke, Ben S. (2003), “Some Thoughts on Monetary Policy in Japan,” Remarks before the Japan Society of Monetary Economics, Tokyo, Japan, May <

- <http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/2003/20030531/default.htm> > (Accessed on February 10, 2018).
- Bernanke, Ben S. (2004), “The Great Moderation,” Remarks at the meetings of the Eastern Economic Association, February < <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/> > (Accessed on February 20, 2018).
- Bernanke, Ben S. (2005), “Inflation in Latin America: A New Era?,” Speech at the Stanford Institute for Economic Policy Research Economic Summit, February < <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050211/default.htm> > (Accessed on February 20, 2018).
- Bernanke, Ben S. (2016a), “What tools does the Fed have left? Part 1: Negative interest rates,” Brookings Institution, March < <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2016/03/18/what-tools-does-the-fed-have-left-part-1-negative-interest-rates/> > (Accessed on February 19, 2018).
- Bernanke, Ben S. (2016b), “What tools does the Fed have left? Part 2: Targeting longer-term interest rates,” Brookings Institution, March < <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2016/03/24/what-tools-does-the-fed-have-left-part-2-targeting-longer-term-interest-rates/> > (Accessed on February 19, 2018).
- Bernanke, Ben S. (2016c), “What tools does the Fed have left? Part 3: Helicopter money,” Brookings Institution, April < <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2016/04/11/what-tools-does-the-fed-have-left-part-3-helicopter-money/> > (Accessed on February 19, 2018).
- Beyer, Andreas, Giulio Nicoletti, Niki Papadopoulou, Patrick Papsdorf, Gerhard Rünstler, Claudia Schwarz, João Sousa and Olivier Vergote (2017), “The transmission channels of monetary, macro- and microprudential policies and their interrelations,” European Central Bank, *Occasional Paper Series*, No.191, May.
- Blanchard, Olivier J. and Stanley Fischer (1989), *Lectures on Macroeconomics*, MIT Press.
- Blinder, Alan S. (1998), *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press. (河野龍太郎・前田栄治訳 (1999) 『金融政策の理論と実践』 東洋経済新報社)
- Böhm-Bawerk, Eugen v. (1884), *Kapital und Kapitalzins: Geschichte und Kritik der*

- Kapitalzins-Theorien*, Verlag der Wagnerschen Universitäts-Buchhandlung  
(*Capital and Interest: A Critical History of Economic Theory*, Macmillan and Co.,  
1890, translated by William A. Smart.)
- Boulding, Kenneth E. (1970), *Economics as a Science*, McGraw-Hill. (清水幾太郎訳  
(1977)『科学としての経済学』日経新書)
- Brookings Institution (2014), “Central Banking after the Great Recession: Lessons  
Learned and Challenges Ahead,” A Discussion with Federal Reserve Chairman  
Ben Bernanke on the Fed’s 100th Anniversary, Brookings Institution, January <  
[https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2014/01/20140116\\_bernanke\\_remarks\\_transcript.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2014/01/20140116_bernanke_remarks_transcript.pdf)> (Accessed on January 20, 2018).
- Buiter, Willem H. (1999), “The Fallacy of the Fiscal Theory of the Price Level,” *NBER  
Working Paper*. No.7302, August.
- Buiter, Willem H. (2009), “Negative Nominal Interest Rates: Three Ways to Overcome  
the Zero Lower Bound,” *NBER Working Paper*, No.15118, June.
- Buiter, Willem H. (2016), “The Simple Analytics of Helicopter Money: Why It Works –  
Always,” *The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, August.
- Campbell, Jeffrey R., Charles L. Evans, Jonas D.M. Fisher and Alejandro Justiniano  
(2012), “Macroeconomic effects of Federal Reserve Forward Guidance,” Federal  
Reserve Bank of Chicago, *Working Paper*, No.2012-03, October.
- Carlstrom, Charles T. and Timothy S. Fuerst (2000), “The Fiscal Theory of the Price  
Level,” Federal Reserve Bank of Cleveland, *Economic Review*, Vol.36, No.1,  
pp.22-32, Quarter 1.
- Carpenter, Seth B., Jane E. Ihrig, Elizabeth C. Klee, Daniel W. Quinn and Alexander H.  
Boote (2013), “The Federal Reserve’s Balance Sheet and Earnings: A primer and  
projections,” Federal Reserve Board, *Finance and Economics Discussion Series*,  
January.
- Champ, Bruce (2008), “Stamp Scrip: Money People Paid to Use,” Federal Reserve Bank  
of Cleveland, *Economic Commentary*, April.
- Christiano, Lawrence J. and Terry J. Fitzgerald (2000), “Understanding the Fiscal  
Theory of the Price Level,” Federal Reserve Bank of Cleveland, *Economic Review*,



- Vol.36, No.2, pp.2-38, Quarter 2.
- Clarida, Richard, Jordi Galí and Mark Gertler (1999), “The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective,” *Journal of Economic Literature*, Vol.37, pp.1661-1707, December.
- Cochrane, John H. (2001), “Long-Term Debt and Optimal Policy in the Fiscal Theory of Price Level,” *Econometrica*, Vol.69, No.1, pp.69-116, January.
- Cochrane, John H. (2005), “Money as Stock,” *Journal of Monetary Economics*, Vol.52, No.3, pp.501-528, April.
- Cochrane, John H. (2016), “John Cochrane on What is Neo-Fisherian?,” An interview with John Cochrane by EconReporter, August <<https://en.econreporter.com/2016/08/conversation-with-john-cochrane-part-i-where-is-macroeconomics-heading/>> (Accessed on December 27, 2017).
- Del Negro, Marco and Christopher A. Sims (2015), “When Does a Central Bank’s Balance Sheet Require Fiscal Support?,” Federal Reserve Bank of New York, *Staff Report*, No. 701, March.
- Diamond, Douglas W. (1984), “Financial Intermediation and Delegated Monitoring,” *Review of Economic Studies*, Vol.51, No.3, pp.393-414, July.
- Dornbusch, Rudiger and Stanley Fisher (1990), *Macroeconomics (5<sup>th</sup> edition)*, McGraw-Hill.
- Dupor, Bill (2000), “Exchange Rates and the Fiscal Theory of the Price Level,” *Journal of Monetary Economics*, Vol.45, No.3, pp.613-630, June.
- Eisler, Robert (1932), *Stable Money: The Remedy for the Economic World Crisis*, Search Publishing.
- Federal Reserve Board (2016), *The Federal Reserve System Purposes & Functions (10<sup>th</sup> edition)*, Federal Reserve Board <<https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/pf.htm>> (Accessed on January 18, 2018).
- Fischer, Stanley (1980), “Dynamic Inconsistency, Cooperation and the Benevolent Dissembling Government,” *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol.2, pp.93-107.
- Fischer, Stanley (2015), “Conducting Monetary Policy with a Large Balance Sheet,”

- Remarks at the 2015 Monetary Policy Forum, February < <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/fischer20150227a.htm> > (Accessed on January 18, 2018).
- Fisher, Irving (1930), *The Theory of Interest, as determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest it*, Macmillan Company.
- Fisher, Irving (1933), *Stamp Scrip*, Adelphi.
- Friedman, Benjamin M. (1976), "Targets, Instruments, and Indicators of Monetary Policy," *Journal of Monetary Economics*, Vol.1, No.4, pp.443-473, October.
- Friedman, Benjamin M. (1988), "Monetary Policy Without Quantity Variables," *American Economic Review*, Vol.78, No.2, pp.440-445, May.
- Friedman, Milton (1963), *Inflation: Causes and Consequences*, Asian Publishing House.
- Friedman, Milton (1968), "The Role of Monetary Policy," *American Economic Review*, Vol.58, No.1, pp.1-17, March.
- Friedman, Milton (1969), *The Optimum Quantity of Money*, Aldine Publishing Company.
- Friedman, Milton (1970), "Counter-Revolution in Monetary Theory," Institute of Economic Affairs, *Occasional Paper*, No.33, June.
- Fukao, Mitsuhiro (2005), "The effects of 'Gesell' (Currency) taxes in promoting Japan's economic recovery," Hitotsubashi University Research Unit for Statistical Analysis in Social Sciences, *Discussion Paper Series*, No.94, June.
- Galí, Jordi (2014), "The Effects of a Money-Financed Fiscal Stimulus," CREI, Universitat Pompeu Fabra and Barcelona, *Working Paper*, No.1441, September.
- Gesell, Silvio (1916), *Die Natürliche Wirtschaftsordnung*, Rudolf Zitzmann Verlag. (*The Natural Economic Order*, Peter Owen Limited, 1958, translated by Philip Pye.)
- Goodfriend, Marvin (2000), "Overcoming the Zero Bound on Interest Rate Policy," Federal Reserve Bank of Richmond, *Working Paper Series*, 00-03, August.
- Greenlaw, David, James D. Hamilton, Peter Hooper and Frederic S. Mishkin (2013), "Crunch Time: Fiscal Crises and the Role of Monetary Policy," *NBER Working*

- Paper*, No.19297, August.
- Haltom, Renee and John A. Weinberg (2011), “Unsustainable Fiscal Policy: Implications for Monetary Policy,” Federal Reserve Bank of Richmond, *Annual Report 2011*, pp.5-19, July.
- Hausman, Joshua K. and Johannes F. Wieland (2014), “Abenomics: Preliminary Analysis and Outlook,” Brookings Institution, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol.2014, pp.1-63, Spring.
- Hayek, Friedrich A. (1929), *Geldtheorie und Konjunkturtheorie*, Wolfgang Neugebauer Salzburg. (古賀勝次郎・谷口洋志・佐野晋一・嶋中雄二・川俣雅弘訳 (2008) 「I 貨幣理論と景気循環」『ハイエク全集 I-1 貨幣理論と景気循環／価格と生産』春秋社)
- Hayek, Friedrich A. (1976), “Denationalization of Money: An Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies,” The Institute of Economic Affairs, *Hobart Papers*, 70. (池田幸弘・西部忠訳 (2012) 「III 貨幣の脱国営化論 — 共存通貨の理論と実践の分析」『ハイエク全集 II-2 貨幣論集』春秋社、川口慎二訳 (1988) 『貨幣発行自由化論』東洋経済新報社)
- Hellmann, Thomas F., Kevin C. Murdock and Joseph E. Stiglitz (2000), “Liberalization, Moral Hazard in Banking, and Prudential Regulation: Are Capital Requirements Enough?,” *American Economic Review*, Vol.90, No.1, pp147-165, March.
- Hetzl, Robert L. and Ralph F. Leach (2001), “The Treasury-Fed Accord: A New Narrative Account,” Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Quarterly*, Vol.87, No.1, pp.33-55, Winter.
- Hicks, John R. (1967), *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford University Press. (江沢太一・鬼木甫訳 (1972) 『貨幣理論』東洋経済新報社)
- Hilferding, Rudolf (1910), *Das Finanzkapital*, Verlag der Wiener Volksbuchhandlung Ignaz Brand & Co. (岡崎次郎訳 (1956) 『金融資本論』(上・中・下巻) 岩波文庫)
- Hirschman, Albert O. (1970), *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Harvard University Press. (三浦隆之訳 (1975) 『組織社会の論理構造 — 退出・告発・ロイヤルティ』ミネルヴァ書房、矢野修一訳 (2005) 『離脱・発言・忠誠 — 企業・組織・国家における衰退への反応』ミネルヴァ書房)
- Holston, Kathryn, Thomas Laubach and John C. Williams (2016), “Measuring the

- Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants,” Federal Reserve Bank of San Francisco, *Working Paper Series*, 2016-11, December.
- Hoshi, Takeo and Anil Kashyap (2001), *Corporate Financing and Governance in Japan*, MIT Press. (鯉淵賢訳 (2006) 『日本金融システム進化論』 日本経済新聞社)
- Inada, Ken-ichi (1963), “On a Two-Sector Model of Economic Growth: Comments and a Generalization,” *Review of Economic Studies*, Vol.30, No.2, pp.119–127, June.
- Ito, Takatoshi (2014), “We Are All QE-sians Now,” Bank of Japan, *IMES Discussion Paper Series*, No.2014-E-5, August.
- Keynes, John Maynard (1923), *A Tract on Monetary Reform*, (The Royal Economic Society (1971), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Volume IV, Macmillan Press Ltd.) (中内恒夫訳 (1978) 『ケインズ全集第4巻 貨幣改革論』 東洋経済新報社)
- Keynes, John Maynard (1930a), *A Treaties on Money 1 The Pure Theory of Money*, (The Royal Economic Society (1971), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Volume V, Macmillan Press Ltd.) (小泉明・長澤惟恭訳 (1979) 『ケインズ全集第5巻 貨幣論 I 貨幣の純粹理論』 東洋経済新報社)
- Keynes, John Maynard (1930b), *A Treaties on Money 2 The Applied Theory of Money*, (The Royal Economic Society (1971), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Volume VI, Macmillan Press Ltd.) (長澤惟恭訳 (1980) 『ケインズ全集第6巻 貨幣論 II 貨幣の応用理論』 東洋経済新報社)
- Keynes, John Maynard (1936), *General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan Cambridge University Press. (塩野谷祐一訳 (1995) 『雇用・利子および貨幣の一般理論』 東洋経済新報社)
- Kocherlakota, Narayana R. and Christopher Phelan (1999), “Explaining the Fiscal Theory of the Price Level,” Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Quarterly Review*, Vol.23, No.4, pp.14-23, Fall.
- Krueger, Russell C. and Jiming Ha (1995), “Measurement of Co-Circulation of Currencies,” *IMF Working Paper*, WP/95/34, March.
- Krugman, Paul R. (1998), “It’s Baaack: Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap,” Brookings Institution, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol.1998,

- No.2, pp.137-205.
- Krugman, Paul R. (2015), "Rethinking Japan," *New York Times*, October < <https://krugman.blogs.nytimes.com/2015/10/20/rethinking-japan/> > (Accessed on March 21, 2018).
- Kuttner, Kenneth N. and Patricia C. Mosser (2002), "The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions," *Federal Reserve Bank of New York, FRBNY Economic Policy Review*, Vol.8, No.1, pp.15-26, May.
- Kydland, Finn E. and Edward C. Prescott (1977), "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans," *Journal of Political Economy*, Vol.85, No.3, pp.473-492, June.
- Laubach, Thomas and John C. Williams (2003), "Measuring the Natural Rate of Interest," *Review of Economics and Statistics*, Vol.85, No.4, pp.1063-1070, November.
- Leeper, Eric M. (1991), "Equilibria under 'Active' and 'Passive' Monetary and Fiscal Policies," *Journal of Monetary Economics*, Vol.27, No.1, pp.129-147, February.
- Lewis, W. Arthur (1954), "Economic Development with Unlimited Supplies of Labour," *The Manchester School*, Vol.22, Issue 2, pp.139-191, May.
- Mankiw, N. Gregory (1997), *Macroeconomics (3<sup>rd</sup> edition)*, Worth.
- Mankiw, N. Gregory (2009), "It May Be Time for the Fed to Go Negative," *New York Times*, April < <http://www.nytimes.com/2009/04/19/business/economy/19view.html> > (Accessed on March 11, 2018).
- Mas-Colell, Andreu, Michael D. Whinston and Jerry R. Green (1995), *Microeconomic Theory*, Oxford University Press.
- McCallum, Bennett T. (1988), "Robustness Properties of a Rule for Monetary Policy," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol.29, pp.173-203, Autumn.
- McCallum, Bennett T. (1993), "Specification and Analysis of a Monetary Policy Rule for Japan," *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, Vol.11, No.2, pp.1-45, November.
- McCallum, Bennett T. (1998), "Indeterminacy, Bubbles, and the Fiscal Theory of the

- Price Level Determination,” *NBER Working Paper*, No.6456, March.
- McCallum, Bennett T. (2003), “Japanese Monetary Policy, 1991–2001,” Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Quarterly*, Vol.89, No.1, pp.1-31, Winter.
- Mishkin, Frederic (2012), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets (10<sup>th</sup> edition)*, Pearson.
- Neiss, Katharine S. and Edward Nelson (2001), “The Real Interest Rate Gap as an Inflation Indicator,” *Bank of England Working Paper*, No.130, April.
- North, Douglas C. (1990), *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press. (竹下公視訳 (1994) 『制度・制度変化・経済成果』晃洋書房)
- Popper, Karl R. (1969), *Conjectures and Refutations: The Growth of Scientific Knowledge (5<sup>th</sup> edition)*, Routledge. (黒田東彦訳 (1974) 「科学 — 推測と論駁」、碧海純一編 『批判的合理主義』ダイヤモンド社)
- Porcellachia, Davide (2016), “Wage-Price Dynamics and Structural Reforms in Japan,” IMF Working Paper, WP/16/20, February.
- Rogers, Colin (2006), “Cochrane’s Defense of the Fiscal Theory of Price Level — Clarification and Critique,” University of Adelaide, *Research Paper*, No. 2006-03, February.
- Rogoff, Kenneth S. (2002), “The Surprising Popularity of Paper Currency,” International Monetary Fund, *Finance and Development*, Vol.39, No.1, March.
- Rogoff, Kenneth S. (2014), “Costs and Benefits to Phasing Out Paper Currency,” *NBER Working Paper*, No.20126, May.
- Rogoff, Kenneth S. (2016), *The Curse of Cash*, Princeton University Press. (村井章子訳 (2017) 『現金の呪い— 紙幣をいつ廃止するか?』日経 BP 社)
- Romer, David (1996), *Advanced Macroeconomics*, McGraw-Hill. (堀雅博・岩成博夫・南條隆訳 (1998) 『上級マクロ経済学』日本評論社)
- Romer, David (2000), “Keynesian Macroeconomics without the LM Curve,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol.14, No.2, pp.149-169, Spring.
- Sargent, Thomas J. (1987), *Macroeconomic Theory (2<sup>nd</sup> edition)*, Academic Press.
- Sargent, Thomas J. and Neil Wallace (1975), “Rational Expectations, the Optimal

- Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule,” *Journal of Political Economy*, Vol.83, No.2, pp.241-254, April.
- Sargent, Thomas J. and Neil Wallace (1981), “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic,” Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Quarterly Review*, Vol.5, No.3, pp.1-17, Fall.
- Schumpeter, Joseph A. (1939), *Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, McGraw-Hill. (吉田昇三監修・金融経済研究所訳 (1958-1964) 『景気循環論 I～V』有斐閣)
- Sims, Christopher A. (1994), “A Simple Model for Study of the Determination of the Price Level and the Interaction of Monetary and Fiscal Policy,” *Economic Theory*, Vol. 4, No. 3, pp. 381-399, April.
- Sims, Christopher A. (2016), “Fiscal Policy, Monetary Policy and Central Bank Independence,” Speech at the Jackson Hole Economic Policy Symposium hosted by the Federal Reserve Bank of Kansas City, August <<https://www.kansascityfed.org/~media/files/publicat/sympos/2016/econsymposium-sims-paper.pdf?la=en>> (Accessed on January 11, 2018).
- Smith, Adam (1776), *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, (The Modern Library (1937), *The Wealth of Nations*, Random House, Inc.) (大内兵衛・松川七郎訳 (1959-66) 『諸国民の富 (一) - (五)』岩波文庫)
- Stella, Peter (1997), “Do Central Banks Need Capital?” *IMF Working Paper*, WP/97/83, July.
- Stiglitz, Joseph E. and Bruce Greenwald (2003), *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*, Cambridge University Press. (内藤純一・家森信善訳 (2003) 『新しい金融論 — 信用と情報の経済学』東京大学出版会)
- Summers, Lawrence H. (2015), “Where Paul Krugman and I differ on secular stagnation and demand,” November <<http://larrysummers.com/?s=Where+Paul+Krugman+and+I+diffe>> (Accessed on October 11, 2017).
- Taylor, John B. (1993), “Discretion versus Policy Rules in Practice,” *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol.39, pp.195-214, December.

- Tinbergen, Jan (1952), *On the Theory of Economic Policy*, North-Holland. (気賀健三・加藤寛訳 (1956) 『経済政策の理論』 巖松堂)
- Turner, Adair (2015), “The Case for Monetary Finance – An Essentially Political Issue,” International Monetary Fund, *16<sup>th</sup> Jacques Polak Annual Research Conference*, November < <http://www.imf.org/external/np/res/seminars/2015/arc/pdf/adair.pdf> > (Accessed on October 11, 2017).
- Volcker, Paul and Toyoo Gyoten (1992), *Changing Fortunes*, Crown. (江沢雄一監訳 (1992) 『富の興亡』 東洋経済新報社)
- Walras, Léon (1874), *Éléments d'économie politique pure, ou théorie de la richesse sociale*, Paris et Lausanne. (久武雅夫訳 (1983) 『純粹経済学要論』 岩波書店)
- Walsh, Carl E. (1998), *Monetary Theory and Policy*, MIT Press.
- Walsh, Carl E. (2011), “Central Bank Independence Revisited,” Economic Society of Australia, *Economic Papers*, Vol.30, No.1, pp.18-22, March.
- Wicksell, Knut (1898), *Geldzins und Güterpreise: Eine Studie über die den Tauschwert des Geldes bestimmenden Ursachen*, Gustav Fischer. (北野熊喜男・服部新一訳、北野熊喜男改訳 (1984) 『利子と物価』 日本経済評論社)
- Williams, John B. (1938), *The Theory of Investment Value*, Harvard University Press. (長尾慎太郎監修、岡村桂訳 (2010) 『投資価値理論』 Pan Rolling)
- Williamson, Oliver E. (1983), “Credible Commitments: Using Hostages to Support Exchange,” *American Economic Review*, Vol.73, No.4, pp. 519-540, September.
- Woodford, Michael (1994), “Monetary Policy and Price Level Determinacy in a Cash-in-Advance Economy,” *Economic Theory*, Vol.4, No.3, pp.345-380.
- Woodford, Michael (1995), “Monetary Policy without Control of a Monetary Aggregate,” *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol.43, No.3, pp.1-46, December.
- Woodford, Michael (1997), “Doing without Money: Controlling Inflation in a Post-Monetary World,” *NBER Working Paper*, No.6188, September.
- Woodford, Michael (1999), “Optimal Monetary Policy Inertia,” *NBER Working Paper*, No.7261, July.
- Woodford, Michael (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary*



*Policy*, Princeton University Press.

(日本語文献)

- 青木昌彦 (1995) 『経済システムの進化と多元性』 東洋経済新報社。
- 青木昌彦・奥野正寛編 (1996) 『経済システムの比較制度分析』 東京大学出版会。
- 青木昌彦・奥野正寛・岡崎哲二編 (1999) 『市場の役割 国家の役割』 東洋経済新報社。
- 安達誠司 (2014) 「金融政策のレジーム転換で経済は好転する」、原田泰・齊藤誠編著『徹底分析 アベノミクス』 中央経済社、57-77 頁。
- 天達泰章 (2013) 『日本財政が破綻するとき』 日本経済新聞出版社。
- 雨宮正佳 (2012) 「LLR 再考 -2012 年の中央銀行の課題-」 野村総合研究所主催「金融市場パネル第 20 回記念コンファレンス」での講演、3 月 12 日 <[http://fis.nri.co.jp/~media/Files/fmp/fmp/jp/fmp\\_20\\_summary.ashx](http://fis.nri.co.jp/~media/Files/fmp/fmp/jp/fmp_20_summary.ashx)> (参照日:2018 年 1 月 23 日)。
- 池尾和人 (2001) 「戦後日本の金融システムの形成と展開、そして劣化」 財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』 第 54 号、1-23 頁、1 月。
- 池尾和人 (2006) 『開発主義の暴走と保身 - 金融システムと平成経済』 NTT 出版。
- 池尾和人 (2013) 『連続講義・デフレと経済政策 - アベノミクスの経済分析』 日経 BP 社。
- 池尾和人 (2014) 「『非伝統的金融政策』 - 日本の経験と米欧の実績」 野村総合研究所主催「金融市場パネル 5 周年記念コンファレンス」での基調講演、7 月 3 日 <[http://fis.nri.co.jp/~media/Files/fmp/fmp/jp/fmp\\_31\\_summary\\_1\\_ikeo.ashx](http://fis.nri.co.jp/~media/Files/fmp/fmp/jp/fmp_31_summary_1_ikeo.ashx)> (参照日:2018 年 1 月 23 日)。
- 伊豆久 (2016) 『金融危機と中央銀行』 九州大学出版会。
- 一ノ瀬篤 (1995) 『固定相場制期の日本銀行金融政策』 御茶の水書房。
- 伊藤隆敏 (2013) 『インフレ目標政策』 日本経済新聞出版社。
- 今久保圭・小島治樹・中島上智 (2015) 「均衡イールドカーブの概念と計測」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』 No.15-J-4、6 月。
- 岩崎雄斗・須藤直・西崎健司・藤原茂章・武藤一郎 (2016) 「わが国における自然利子率の動向」『日銀レビュー』 No.2016-J-18、10 月。

## 参考文献

- 岩田一政（2010）『デフレとの戦い ― 日銀副総裁の1800日』日本経済新聞出版社。
- 岩田一政・日本経済研究センター編（2014）『量的・質的金融緩和』日本経済新聞出版社。
- 岩田一政・左三川郁子・日本経済研究センター編著（2016）『マイナス金利政策 ― 3次元金融緩和の効果と限界』日本経済新聞出版社。
- 岩田規久男（1993）『金融政策の経済学』日本経済新聞社。
- 岩田規久男（2000）「長期国債買い切りオペを増額すべき」、岩田規久男編著『金融政策の論点』東洋経済新報社、71-94頁。
- 岩田規久男（2001）『デフレの経済学』東洋経済新報社。
- 岩田規久男（2013）「『量的・質的金融緩和』のトランスミッション・メカニズム ― 『第一の矢』の考え方―」京都商工会議所における講演、8月28日 <[http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2013/ko130828a.htm/](http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2013/ko130828a.htm/)>（参照日：2018年1月23日）。
- 岩田規久男編著（2004）『昭和恐慌の研究』東洋経済新報社。
- 岩村充（2008）『貨幣の経済学 ― インフレ、デフレ、そして貨幣の未来』集英社。
- 岩村充（2010）『貨幣進化論』新潮選書。
- 岩村充（2016）『中央銀行が終わる日』新潮選書。
- 岩村充・渡辺努（2003）「政府の貨幣価値コミットメントと金融政策の限界 ― 金本位制から現代まで」富士通総研経済研究所『研究レポート』No.172、7月。
- 植田和男（2003）「自己資本と中央銀行」日本金融学会秋季大会における講演、10月25日 <[https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2003/ko0310f.htm/#02](https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2003/ko0310f.htm/#02)>（参照日：2018年1月23日）。
- 植田和男（2005）『ゼロ金利との闘い』日本経済新聞社。
- 植田和男（2012）「非伝統的金融政策の有効性：日本銀行の経験」、大垣昌夫、小川一夫、小西秀樹、田淵隆俊編『現代経済学の潮流2012』東洋経済新報社、3-32頁。
- 鵜飼博史・園田圭子（2006）「金融政策の説明に使われている物価指数」『日銀レビュー』No.2006-J-2、2月。
- 宇沢弘文（1986）『経済動学の理論』東京大学出版会。
- 宇沢弘文（1990）『経済解析・基礎編』岩波書店。
- 梅田雅信（2009）「日本の消費者物価指数の諸特性と金融政策運営」、吉川洋編『デフレ経済と金融政策』慶應義塾大学出版会、295-344頁。

## 参考文献

- 大内伸哉・川口大司（2012）『法と経済で読みとく雇用の世界』有斐閣。
- 大阪朝日新聞経済部編（1999）『昭和金融恐慌秘話』朝日文庫。
- 大阪市立大学経済研究所編（1993）『経済学辞典 第3版』岩波書店。
- 岡崎哲二（2002a）『経済史の教訓』ダイヤモンド社。
- 岡崎哲二（2002b）「戦時日本の労働組織：産業報国会の役割」東京大学日本経済国際共同研究センター『CIRJE ディスカッションペーパー』CIRJE-J-73、5月。
- 岡崎哲二・奥野正寛（1993）「現代日本の経済システムとその歴史的源流」、岡崎哲二・奥野正寛編『現代日本経済システムの源流』日本経済新聞社、1-34頁。
- 岡田靖・浜田宏一（2009）「バブルデフレ期の日本の金融政策」、吉川洋編『デフレ経済と金融政策』慶應義塾大学出版会、377-417頁。
- 翁邦雄（1993）『金融政策』東洋経済新報社。
- 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。
- 翁邦雄（2013a）『金融政策のフロンティア — 国際的潮流と非伝統的金融政策』日本評論社。
- 翁邦雄（2013b）『日本銀行』ちくま新書。
- 翁邦雄（2014）「ゼロ金利制約下では金融政策で物価はコントロールできない」、原田泰・齊藤誠編著『徹底分析 アベノミクス』中央経済社、1-21頁。
- 翁邦雄（2015）『経済の大転換と日本銀行』岩波書店。
- 翁邦雄（2017）『金利と経済』ダイヤモンド社。
- 小邦宏治（1995）『不良債権処理の政治経済学』平原社。
- 小佐野広（2001）『コーポレートガバナンスの経済学』日本経済新聞出版社。
- 小佐野広・小林磨美（2003）「コーポレートガバナンスと労働システム」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』第68号、139-155頁、12月。
- 小田信之・永幡崇（2005）「金融政策ルールと中央銀行の政策運営」『日銀レビュー』No.2005-J-13、8月。
- 小田信之・村永淳（2003）「自然利子率について：理論整理と計測」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』No.03-J-5、10月。
- 尾高煌之助（1993）「『日本的』労使関係」、岡崎哲二・奥野正寛編『現代日本経済システムの源流』日本経済新聞社、145-182頁。
- 小原榮夫編（1994）『新版 年表で見る日本経済の足どり』財経詳報社。

## 参考文献

- 片岡剛士（2010）『日本の「失われた 20 年」』藤原書店。
- 片岡剛士（2014）「金融政策で物価をコントロールできる」、原田泰・齊藤誠編著『徹底分析 アベノミクス』中央経済社、23-41 頁。
- 加藤出（2014）『日銀、「出口」なし！』朝日新書。
- 加藤隆・秋谷紀男編（2000）『日本史小百科・近代 金融』東京堂出版。
- 加藤久和（2007）『人口経済学』日本経済新聞出版社。
- 亀田啓悟（2010）「日本における非ケインズ効果の発生可能性」、井堀利宏編『財政政策と社会保障』慶応義塾大学出版会、70-110 頁。
- 河上信彦（2016）『外国為替資金特別会計制度』文芸社。
- 河越正明・広瀬哲樹（2003）「FTPL (Fiscal Theory of Price Level) を巡る論点について」内閣府経済社会総合研究所『ESRI Discussion Paper Series』No.35、5 月。
- 川波洋一（1995）『貨幣資本と現実資本』有斐閣。
- 川波洋一・上川孝夫編（2004）『現代金融論』有斐閣。
- 川波洋一・上川孝夫編（2016）『現代金融論 新版』有斐閣。
- 河村小百合（2015）『欧州中央銀行の金融政策』金融財政事情研究会。
- 神取道宏（2014）『ミクロ経済学の力』日本評論社。
- 木内登英（2017）『異次元緩和の真実』日本経済新聞出版社。
- 北村行伸・井堀利宏・岡崎哲二・齊藤誠・二神孝一（2014）「日本国債」、岩本康志・神取道宏・塩路悦朗・照山博司編『現代経済学の潮流 2014』東洋経済新報社、183-230 頁。
- 木村武（2002）「物価の変動メカニズムに関する 2 つの見方」『日本銀行調査月報』、103-124 頁、7 月。
- 金融審議会（2015）「決済業務等の高度化に関するワーキング・グループ報告：決済高度化に向けた戦略的取り組み」金融庁金融審議会、12 月 22 日 <[https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20151222-2/01.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20151222-2/01.pdf)>（参照日：2018 年 2 月 23 日）。
- クー・リチャード（2001）『良い財政赤字 悪い財政赤字』PHP 研究所。
- 黒坂佳央（1988）『マクロ経済学と日本の労働市場』東洋経済新報社。
- 黒崎哲夫・熊野雄介・岡部恒多・長野哲平（2015）「国債市場の流動性：取引データによる検証」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』No.15-J-2、3 月。
- 黒田東彦（2005）『財政金融政策の成功と失敗』日本評論社。

## 参考文献

- 黒田東彦 (2013) 「量的・質的金融緩和」読売国際経済懇話会における講演、4月12日 < [https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2013/ko130412a.htm/](https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2013/ko130412a.htm/) > (参照日: 2018年2月15日)。
- 黒田東彦 (2016) 「デフレとの闘い: 金融政策の発展と日本の経験」米国コロンビア大学での講演、4月13日 < [https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2016/ko160414a.htm/](https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2016/ko160414a.htm/) > (参照日: 2018年2月15日)。
- 小池和男 (2005) 『仕事の経済学 第3版』東洋経済新報社。
- 河野稠果 (2007) 『人口学への招待』中公新書。
- 後藤新一 (1968) 『本邦銀行合同史』金融財政事情研究会。
- 後藤新一 (1970) 『日本の金融統計』東洋経済新報社。
- 後藤新一 (1995) 『銀行崩壊』東洋経済新報社。
- 小峰隆夫 (2010) 『人口負荷社会』日本経済新聞出版社。
- 齊藤誠・岩本康志・太田聰一・柴田章久 (2010) 『マクロ経済学』有斐閣。
- 齊藤美彦 (2014) 『イングランド銀行の金融政策』金融財政事情研究会。
- 塩路悦朗 (2016) 「ゼロ金利下における日本の信用創造」、照山博司・細野薫・松山斉・松村敏弘編『現代経済学の潮流 2016』東洋経済新報社、37-73頁。
- 重原久美春編 (1992) 『金融理論と金融政策の新展開』有斐閣。
- 設楽岩久編著 (1989) 『予算用語の手引』日本電算企画。
- 篠塚英子 (1989) 『日本の雇用調整』東洋経済新報社。
- 白井さゆり (2016) 『超金融緩和からの脱却』日本経済新聞出版社。
- 白川方明 (2008) 『現代の金融政策 — 理論と実際』日本経済新聞出版社。
- 白川方明 (2009a) 「『ゼロ金利制約』論再考」、吉川洋編『デフレ経済と金融政策』慶應義塾大学出版会、79-113頁。
- 白川方明 (2009b) 「マクロ・プルーデンスと中央銀行」日本証券アナリスト協会における講演、12月22日 < [https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2009/ko0912c.htm/](https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2009/ko0912c.htm/) > (参照日: 2018年2月15日)。
- 信用理論研究会編 (2006) 『現代金融と信用理論』大月書店。
- 鈴木淑夫 (1985) 「日本経済のマクロ・パフォーマンスと金融政策」日本銀行金融研究所『金融研究』第4巻、第3号、1-8頁、8月。
- 鈴木淑夫 (1990) 『日本経済 日はまだ高い』東洋経済新報社。

## 参考文献

- 鈴木淑夫（1992）『日本経済の再生』東洋経済新報社。
- 関根敏隆・吉村研太郎・和田智佳子（2008）「インフレ予想（Inflation Expectations）について」『日銀レビュー』No.2008-J-15、12月。
- 高尾義一（1994）『平成金融不況』中公新書。
- 高尾義一（1998）『金融デフレ』東洋経済新報社。
- 高橋亀吉・森垣淑（1993）『昭和金融恐慌史』講談社学術文庫。
- 高橋正彦（2012）「預金保険制度の歴史と基本的課題」預金保険機構『預金保険研究』第14号、1-34頁、5月。
- 高橋洋一（2014）「現在の金融緩和に危険はない」、原田泰・齊藤誠編著『徹底分析 アベノミクス』中央経済社、101-122頁。
- 館龍一郎・鈴木淑夫・貝塚啓明・蛭山昌一編（1994）『金融辞典』東洋経済新報社。
- 田中敦（2013）「日本銀行の資本と信認：展望」甲南大学経済学会『甲南経済学論集』第53巻、第3・4号、1-27頁、3月。
- 田中生夫（1980）『戦前・戦後 日本銀行金融政策史』有斐閣。
- 田中隆之（2014）『アメリカ連邦準備制度（FRS）の金融政策』金融財政事情研究会。
- 中馬宏之（1987）「“日本的”雇用慣行の経済合理性論再検討 -1920年代の日米比較の視点から-」一橋大学経済研究所『経済研究』第38巻、第4号、307-320頁、10月。
- 津村英文・榊原茂樹・青山護（1993）『証券投資論 第2版』日本経済新聞出版社。
- 靄見誠良（2010）「試論『バジヨットの原則』再考 -現代金融危機と日本銀行」法政大学経済学部学会『経済志林』第77巻、第3号、149-172頁、3月。
- 寺西重郎（1993）「メインバンク・システム」、岡崎哲二・奥野正寛編『現代日本経済システムの源流』日本経済新聞社、61-95頁。
- 土居丈朗（2003）「『物価水準の財政理論』の真意」三菱信託銀行『調査情報』No.262、3月。
- 土居丈朗（2004）「物価水準の財政理論と国債管理政策」、井堀利宏編『日本の財政赤字』岩波書店、197-235頁。
- 土居丈朗編（2012）『日本の財政をどう立て直すか』日本経済新聞出版社。
- 富田俊基（2004）「財務省・連銀によるアコードの検証」野村総合研究所『知的資産創造』、1月。
- 富田俊基（2006）『国債の歴史』東洋経済新報社。

## 参考文献

- 中里透（2010）「1996年から98年にかけての財政運営が景気・物価動向に与えた影響について」、井堀利宏編『財政政策と社会保障』慶応義塾大学出版会、111-142頁。
- 中曾宏（2013）「金融危機と中央銀行の『最後の貸し手』機能」世界銀行主催エグゼクティブフォーラムにおける講演、4月22日 <[http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2013/ko130423a.htm/](http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2013/ko130423a.htm/)>（参照日：2018年2月15日）。
- 中曾宏（2014）「『失われた20年』が示す将来への指針」2014年IADI・APRC国際コンファレンスにおける講演、4月23日 <[http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2014/ko140423a.htm/](http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2014/ko140423a.htm/)>（参照日：2018年2月15日）。
- 中林真幸・石黒真吾（2010）『比較制度分析・入門』有斐閣。
- 中村隆英（1993）『日本経済 その成長と構造 第3版』東京大学出版会。
- 中村隆英（1994）『昭和恐慌と経済政策』講談社学術文庫。
- 西口周作・中島上智・今久保圭（2014）「家計のインフレ予想の多様性とその変化」『日銀レビュー』No.2014-J-1、3月。
- 西澤隆・森田京平（2004a）「変化する経常収支と金利の関係」野村証券金融経済研究所『マクロ経済レポート』No.04-019、5月。
- 西澤隆・森田京平（2004b）「変革期を迎える家計の金融資産」野村証券金融経済研究所『マクロ経済レポート』No.04-050、11月。
- 西澤隆・森田京平（2005）「日本に直接金融はなじまないか？」野村証券金融経済研究所『マクロ経済レポート』No.05-027、4月。
- 西野孝佑・山本弘樹・北原潤・永幡崇（2016）「『量的・質的金融緩和』の3年間における予想物価上昇率の変化」『日銀レビュー』No.2016-J-17、10月。
- 西村清彦（2012）「人口高齢化、金融と規制」ジョイント・フォーラム東京会合における基調講演、11月14日 <[https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2012/ko121114a.htm/](https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2012/ko121114a.htm/)>（参照日：2018年2月15日）。
- 西村閑也・深町郁彌・小林襄治・坂本正（1991）『現代貨幣信用論』名古屋大学出版会。
- 日本銀行企画局（2015）「『量的・質的金融緩和』：2年間の効果の検証」『日銀レビュー』No.2015-J-8、5月。
- 日本銀行企画室（2000）「米国連邦準備制度および欧州中央銀行の『物価の安定』についての考え方」、9月 <[https://www.boj.or.jp/research/brp/ron\\_2000/ron0009a.htm/](https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2000/ron0009a.htm/)>（参照日：2018年4月30日）。

## 参考文献

- 日本銀行企画室（2004）「日本銀行の政策・業務とバランスシート」、6月 <[https://www.boj.or.jp/research/brp/ron\\_2004/ron0406b.htm/](https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2004/ron0406b.htm/)>（参照日：2018年3月5日）。
- 日本銀行金融研究所（1993）『日本金融年表（明治元年～平成4年）』日本銀行金融研究所。
- 日本銀行金融研究所（2004）「『中央銀行と通貨発行を巡る法制度についての研究会』報告書」日本銀行金融研究所『金融研究』第23巻、法律特集号、1-116頁、8月。
- 日本銀行金融研究所編（2011）『日本銀行の機能と業務』有斐閣。
- 日本銀行調査局（1975）「日本におけるマネー・サプライの重要性について」日本銀行調査局『調査月報』、1-11頁、7月。
- 日本銀行調査統計局（2017a）「マネーストック統計の解説」、9月 <<http://www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/data/exms01.pdf>>（参照日：2018年3月10日）。
- 日本銀行調査統計局（2017b）「資金循環統計の解説」、11月 <<http://www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/data/exsj01.pdf>>（参照日：2018年3月10日）。
- 日本銀行発券局（1994）「日本銀行券の流通状況と今後の課題」『日本銀行月報』、1-36頁、10月。
- 日本銀行百年史編纂委員会（1982）『日本銀行百年史』（第1巻）日本銀行。
- 日本銀行百年史編纂委員会（1983a）『日本銀行百年史』（第2巻）日本銀行。
- 日本銀行百年史編纂委員会（1983b）『日本銀行百年史』（第3巻）日本銀行。
- 日本銀行百年史編纂委員会（1984）『日本銀行百年史』（第4巻）日本銀行。
- 日本銀行百年史編纂委員会（1985）『日本銀行百年史』（第5巻）日本銀行。
- 日本銀行百年史編纂委員会（1986a）『日本銀行百年史』（第6巻）日本銀行。
- 日本銀行百年史編纂委員会（1986b）『日本銀行百年史』（資料編）日本銀行。
- 日本経済研究センター編（2016）『激論 マイナス金利政策』日本経済新聞出版社。
- 日本統計協会編（2007）『新版 日本長期統計総覧』日本統計協会。
- 野口悠紀雄（1989）『土地の経済学』日本経済新聞社。
- 野口悠紀雄（1992）『バブルの経済学』日本経済新聞社。
- 野口悠紀雄（1995）『1940年体制 — さらば「戦時経済」』東洋経済新報社。
- 野口悠紀雄（2017a）『ブロックチェーン革命』日本経済新聞出版社。
- 野口悠紀雄（2017b）『異次元緩和の終焉』日本経済新聞出版社。
- 浜田宏一（2017）「経済政策の新たなパラダイムを語る — FTPL（物価水準の財政理論）」



## 参考文献

- のフレームワーク」資本市場研究会『月刊資本市場』No.377、10-22頁、1月。
- 早川英男（2016）『金融政策の「誤解」』慶應義塾大学出版会。
- 原田泰（2014）「アベノミクスを振り返る」、原田泰・齊藤誠編著『徹底分析 アベノミクス』中央経済社、229-243頁。
- 原田泰・増島稔（2009）「金融の量的緩和はどの経路で経済を改善したのか」、吉川洋編『デフレ経済と金融政策』慶應義塾大学出版会、233-275頁。
- 春井久志（2013）『中央銀行の経済分析 — セントラル・バンキングの歴史・理論・政策』東洋経済新報社。
- 平岡賢司（2016）『再建金本位制と国際金融体制』日本経済評論社。
- 平田渉（2012）「人口成長と経済成長：経済成長理論からのレッスン」日本銀行金融研究所『金融研究』第31巻、第2号、121-162頁、8月。
- 深井英五（1938）『新訂 通貨調節論』日本評論社。
- 深井英五（1948）『回顧七十年』岩波書店。
- 深尾京司（2012）『「失われた20年」と日本経済』日本経済新聞出版社。
- 深尾光洋（2001）「まずデフレを止めよ 日銀は物価目標を」日本経済新聞『経済教室』、11月22日。
- 福田慎一（2009）「バブル崩壊後の金融市場の動揺と金融政策」、吉川洋編『デフレ経済と金融政策』慶應義塾大学出版会、201-232頁。
- 福田慎一（2013）『金融論』有斐閣。
- 藤野正三郎（1994）『日本のマネーサプライ』勁草書房。
- 藤野正三郎・寺西重郎（2000）『日本金融の数量分析』東洋経済新報社。
- 古市峰子・森毅（2005）「中央銀行の財務報告の目的・意義と会計処理をめぐる論点」日本銀行金融研究所『IMES Discussion Paper Series』No. 2005-J-3、3月。
- 堀内昭義（1977）「『窓口指導』の有効性」一橋大学経済研究所『経済研究』第28巻、第3号、204-213頁、7月。
- 堀内昭義（2000）「日本の金融システムは効率的であったか？」JICA研究所『開発金融研究所報』第4号、4-22頁、10月。
- 堀内昭義（2003）「金融自由化の効果と銀行経営統治に関する一試論」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』第68号、124-138頁、12月。
- 本多佑三（2014）「非伝統的金融政策の効果：日本の場合」、岩本康志・神取道宏・塩路悦

## 参考文献

- 朗・照山博司編『現代経済学の潮流 2014』東洋経済新報社、3-38 頁。
- 松尾良彦編（1993）『財政資金の基礎知識』財経詳報社。
- 三重野康（1995）『日本経済と中央銀行』東洋経済新報社。
- 三重野康（2000）『利を見て義を思う』中央公論新社。
- 三木麻有子・源間康史（2015）「バーゼルⅢ対応資本性証券について」『日銀レビュー』  
No.2015-J-7、4 月。
- 宮尾龍蔵（2009）「デフレ期の物価動向とマネーの役割」、吉川洋編『デフレ経済と金融政策』慶應義塾大学出版会、155-173 頁。
- 宮崎義一・伊東光晴（1993）『コンメンタール ケインズ／一般理論』日本評論社。
- 森一夫（1997）『日本の景気サイクル』東洋経済新報社。
- 森田京平（2000）「90 年代の国内資金フロー：変化とその背景」野村総合研究所『野村総合研究所レポート経済』No.2000-18、11 月。
- 森田京平（2005）「金融・労働システムから描く将来金融像」、西澤隆編『人口減少時代の資産形成』東洋経済新報社、145-223 頁。
- 森田京平（2010）「中央銀行に自己資本は必要か？『会計規定第 18 条』に見る日本銀行のケース」バークレイズ証券『日本経済フォーカス』、10 月。
- 森田京平（2012）「政府と中央銀行の連携強化の余地：『オフバランス化』と『損失補償』が鍵」バークレイズ証券『日本経済フォーカス』、12 月。
- 森田京平（2013a）「黒田総裁の可能性高まる：強まる緩和路線とその後の課題」バークレイズ証券『日本経済フォーカス』、2 月。
- 森田京平（2013b）「期待を大幅に上回る追加緩和」バークレイズ証券『日本経済フラッシュ』、4 月。
- 森田京平（2013c）「市場から見た消費者物価指数の 7 つの課題」日本統計協会『統計』、23-28 頁、5 月。
- 森田京平（2013d）「5 年後の『安倍』と 5 年後の『A.B.E.』」バークレイズ証券『日本経済フォーカス』、12 月。
- 森田京平（2014a）「マクロの観点でとらえる日本の国債管理政策：焦点は経常収支から金融政策へ」信用理論研究学会『信用理論研究』第 32 号、49-59 頁、5 月。
- 森田京平（2014b）「サプライズ緩和へ」バークレイズ証券『日本経済フラッシュ』、10 月。
- 森田京平（2015a）「2015 年は日本銀行人事とコミュニケーションに注目」バークレイズ

## 参考文献

- 証券『日本経済フォーカス』、2月。
- 森田京平（2015b）「日銀はコミュニケーションの改善へ」パークレイズ証券『日本経済フォーカス』、6月。
- 森田京平（2016a）「量的・質的金融緩和からの出口に関する一考察」証券経済学会『証券経済学会年報』第51号、3-19頁、7月。
- 森田京平（2016b）「金融政策の新展開」、川波洋一・上川孝夫編『現代金融論 新版』有斐閣、162-179頁。
- 森田京平・門田真一郎（2016）「Q&A で見る日本の財政の持続性：統合政府、永久国債、人口動態など」パークレイズ証券『Japan Perspectives』、9月。
- 森田京平・溝渕明・岡本光正・飯村慎一（2005）「マネーフローの構造変化と我が国金融の将来像」野村証券金融経済研究所『日本株再評価（金融セクター）』No.05-564、9月。
- 山川哲史・森田京平・森田長太郎・大久保清和（2011）「日本からみた『日本化』」パークレイズ証券『Japan Perspectives』、8月。
- 山口薫（2015）『公共貨幣』東洋経済新報社。
- 山崎昭（1987）「ディレギュレーション下の通貨について -100%マネーとプライベート・マネーによる通貨システムの考察-」日本銀行金融研究所『金融研究』第6巻、第2号、31-67頁、7月。
- 山本勲・黒田祥子（2016）「賃金デフレはマイルドデフレ長期化の主犯か」、渡辺努編『慢性デフレ 真因の解明』日本経済新聞出版社、175-204頁。
- 横山昭雄（2015）『真説 経済・金融の仕組み』日本評論社。
- 吉川洋（1992）『日本経済とマクロ経済学』東洋経済新報社。
- 吉川洋（2009）「デフレーションと金融政策」、吉川洋編『デフレ経済と金融政策』慶應義塾大学出版会、115-154頁。
- 吉川洋（2013）『デフレーション』日本経済新聞出版社。
- 吉川洋（2016）『人口と日本経済』中央公論新社。
- 吉野俊彦（1978）『通貨の知識 第30版』日本経済新聞出版社。
- 吉野俊彦（2001）『これがデフレだ！』日経ビジネス人文庫。
- 若田部昌澄（2005）『改革の経済学 — 回復をもたらす経済政策の条件』ダイヤモンド社。
- 若田部昌澄（2009）『危機の経済政策 — なぜ起きたのか、何を学ぶのか』日本評論社。

## 参考文献

渡辺努（2009）「四半世紀の物価動向」、吉川洋編『デフレ経済と金融政策』慶應義塾大学出版会、277-294 頁。

渡辺努（2017）「シムズ理論の意義と課題」資本市場研究会『月刊資本市場』No.380、1-14 頁、4 月。