

Title	専門知と金融政策（三）：公共政策形成における学問知と経験知
Author(s)	上川, 龍之進
Citation	阪大法学. 2016, 65(5), p. 47-94
Version Type	VoR
URL	<a href="https://doi.org/10.18910/75462">https://doi.org/10.18910/75462</a>
rights	
Note	

*Osaka University Knowledge Archive : OUKA*

<https://ir.library.osaka-u.ac.jp/>

Osaka University

# 専門知と金融政策（三）

——公共政策形成における学問知と経験知——

上  
川  
龍  
之  
進

はじめに

## 第一章 分析視角

第一節 「専門知」と「世間知」に着目する研究

第二節 「専門知」と「世間知」と「利害」に着目する研究

第三節 「学問知」と「経験知（現場知）」

第四節 金融政策の特殊性と公共政策一般への適用可能性

## 第二章 専門性・専門知をめぐる先行研究の検討

第一節 テクノクラシー論

第二節 行政機構の専門性への信頼・評判に着目する研究

第三節 行政機構内外における専門知の所在に着目する研究

第四節 専門性と利益の関係に着目する研究（以上、六五巻三三号）

第五節 専門性向上を目的とした行政機構の人事システムに着目する研究

第六節 新しい専門知の導入に対する行政機構の制度的遮蔽性に着目する研究

第七節 官僚の執務知識に着目する研究

第八節 小括

第三章 金融政策論争の論点

第一節 長期不況の原因

第二節 マネーサプライ論争（以上、六五卷四号）

第三節 ゼロ金利政策

第四節 非不胎化介入

第五節 為替介入・外債購入

第六節 量的緩和（以上、本号）

第七節 インフレ数値目標

第八節 異次元緩和と出口政策

結論

第三章 金融政策論争の論点

第三節 ゼロ金利政策

ここからはリフレ派と日本銀行の金融政策論争について、個別の論点ごとに検討を行っていく。

① ゼロ金利政策の実施

日本銀行の金融政策については、一九九五年九月に公定歩合が〇・五％に引き下げられて以降、これ以上、金融緩和の余地はないと考えられたためか、金融緩和が政策課題として取り上げられることはなかった。ところが、一九九八年に経済学者のポール・クルーグマンが、デフレ脱却のためには、持続的にマネタリーベースを増やしてイ

インフレ期待を高める必要があると主張したことをきっかけとして、<sup>(1)</sup>リフレ派が経済論壇に登場し、量的緩和政策やインフレ数値目標の導入を提唱するようになる。こうした声を受けて自民党の政治家も、日本銀行への圧力を強めていった。

一九九九年二月二日の日本銀行金融政策決定会合では、これまで〇・二五%前後としてきた無担保コール翌日物金利の誘導目標を引き下げ、当初〇・一五%前後を目指し、その後、市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促すことが決められた。いわゆるゼロ金利政策である。

ゼロ金利実施の背景には、長期金利の上昇があった。一九九八年七月に発足した小渕恵三内閣は、大型の補正予算を編成し、国債発行額を大幅に増額すると見られた。さらに大蔵省が一九九八年一月二二日に、郵便貯金資金を原資とする資金運用部での国債買入れを一九九九年一月から停止すると発表した。このため、長期金利が上昇（国債価格は低下）したのである（いわゆる「資金運用部ショック」）。

長期金利は、年末には二%台となり、さらに一九九九年に入っても上昇を続けた。この金利上昇が景気に悪影響を与えると考えられたため、株価は下落した。一方、為替市場では、アメリカとの金利差が縮小するという見方から円高が進み、政府・日本銀行は一月半ばに、約三年ぶりの円売り介入を行う<sup>(2)</sup>。

こうした市場の動きを受けて政府・自民党の幹部からは、日本銀行に新発国債の引き受けや長期国債買切りオペの増額を求める声上がる。日本銀行は、国債の引き受けには絶対に反対であった。「日銀が国債の引受けを行えば、中央銀行としての信認を失う。戦前日本は戦争への道を転げ落ちていったが、その資金的裏付けは国債を直接引受けた日銀だった。そして戦後の悪性インフレ。忘れかけていた組織としての記憶が呼び覚まされた」からである。これは経験知に基づく考えと言えよう。戦前の高橋財政については、第八節で改めて検討する。

日本銀行は、長期国債買い切りオペの増額についても、政府が要求するなかで実施すれば、日本銀行が国債価格を支えることを公言するに等しく、財政規律を失わせることになるとして、反対であった。この論点については、第六節で改めて検討する。

長期国債買い切りオペの増額に対しては、実務的な不満の声も上がっていた。「国債は日銀がマネーを市場に供給する際に金融機関から受け取る担保の役割を果たす。それらの膨大な取り引きの管理はすべてコンピュータのシステムの上で行われており、国債の銘柄が増えたり、商品性が複雑になれば、対応が必要になる。日銀内では企画ラインのもとに『仕事が増えるだけじゃないか』との苦情も寄せられた」。これは現場知に基づく反対論と言えよう。

くわえて、金融政策の企画・立案を担当する企画室（二〇〇四年七月より企画局）は、長期国債を購入しても長期金利が低下するかどうかはわからず、長期金利を直接操作するのは不可能だという立場であった。「日本銀行が長期国債を市場から買うのは、あくまでも金融調節の補助手段であって、長期金利に何らかの影響を与えるためではない、というのが日銀の公式見解だった。つまり、短期の国債だけ売ったり買ったりしていると、金融機関の都合で日銀の入札オフアに応じられない『札割れ』という現象が生じて、資金供給が順調にいかないケースがある。長期国債の買い入れは、『札割れ』を補いマネーをスムーズに市中に流すための手段であって、長期金利を視野に入れてのことではないというのが日銀の立場だ」。この論点についても、第六節で検討する。

しかしながら企画室には、「こんな長期金利と田高が続けば、日本経済はもたない」という危機感もあった。そこで企画室は、短期金利をさらに低くすれば、長期金利も必ず下がると考え、短期金利の誘導目標を、限りなくゼロ金利に近づけることを決めたのである。<sup>③</sup>

この決定について、報道機関の多くは、日本銀行が政治の圧力に屈して政策変更を行ったのではないかと疑っていた。長期国債買い切りオペの増額は認められない。しかし、政府との関係悪化は回避したい。そこでゼロ金利を<sup>(4)</sup>持ち出したというのである。

短期金利は徐々に低下していき、三月には実質ゼロ金利が実現した。四月九日の金融政策決定会合では、「デフレ懸念の払拭が展望できる情勢になるまで、現在のゼロ金利を継続する」ことで大勢の意見が一致し、一三日の記者会見で速水が、この方針を表明した。

これは「時間軸」政策と呼ばれるもので、将来もゼロ金利を長期間続けるというコミットメントを示すことで、市場の期待形成に働きかけ、長期金利を低下させることを企図していた。すなわち、将来、景気が回復しても、すぐには引き締めを転じず、当分はゼロ金利を続けると公約することで、市場関係者に、将来の短期金利は低いと期待させる。そうした期待が広がれば、投資家は国債の買い入れを増やす。というのも投資家は、国債を今のうちに購入しておき、それを保有しておけば、将来、低金利の状況下で、比較的高い金利での利息収入が得られると予測するからである。その結果、国債の価格は上昇し、その利回り、すなわち現在の長期金利は低く抑えられるというのである。<sup>(5)</sup>

このように日本銀行にとって、ゼロ金利政策は自ら進んで実施したものではなく、やむなくとった政策であった。日本銀行は、以前からゼロ金利の研究を行っていたのだが、これまでに経験のない政策であり、金融調節として技術的にどこまでコール金利を引き下げることができるのか、他の短期金利や長期金利に、どのように波及していくのかは不明であった。<sup>(6)</sup>このような不確実性の高い政策はできるだけ避けたいというのが、実務者としての当然の発想であろう。それに対し研究者は、その知的好奇心から、実験的な政策を行ってみたい(そして、その結果がどう

なるのか、知りたい」という不謹慎かつ無責任な考えを持ちがちなかもしれない。<sup>(7)</sup>

## ② ゼロ金利政策の副作用

さらに日本銀行は、ゼロ金利には次のような弊害があると考えていた。第一に、短期金融市場の機能が低下することである。時事通信社記者の軽部謙介によると、日本銀行はゼロ金利政策による短期金融市場の混乱を恐れたという。コール金利をゼロにすれば、「資金の『出し手』が市場から消えて、お金を必要とする金融機関が資金をとれないという事態が発生するのではないか」と考えたのである。<sup>(8)</sup>

この論点については、第六節で改めて検討する。ただ、ここでは、マクロ経済学者にとっては縁遠い短期金融市場での金融調節という観点から、ゼロ金利政策の副作用が検討されていること、すなわち金融調節に携わる日本銀行政策担当者の経験知（現場知）に基づいて政策判断が行われていることを強調しておきたい。

第二に、第一の弊害と重複することだが、短期金融市場での資源配分機能に歪みが生じることである。市場の機能が働いてこそ、効率的な資金配分が行われるというのが、経済学の発想であり、これは経験知（現場知）というよりは、学問知もしくは市場のあり方に関する価値観・哲学に基づく考えである。リフレ派はマクロ経済の観点から、市場機能を守るよりも、とにかくデフレから脱却することを優先する。それに対し、日本のデフレはそれほど深刻なものではないと考える日本銀行の政策担当者は、ミクロ経済の観点から市場の資源配分機能を守るべきだと考えたのである。

この考え方が明瞭に示されているのが、二〇〇七年三月一日に開催された、日本銀行と短期金融市場関係者との意見交換の場である「短期金融市場フォーラム」での福井俊彦総裁の挨拶である。福井は量的緩和政策の弊害につ

いて、次のように語っている。「この政策の下で、日本銀行は、文字通り所要準備をはるかに超える大量の資金を金融機関に供給し続けました。日本経済がデフレ・スパイラルに陥ることを防止して、持続的な経済成長の基盤を整える観点から行ったものではありませんが、そのために、短期金融市場を通じる資金のやり取りは激減し、市場が本来持っている資源配分機能が十全に發揮しにくい状況が続いていました。」そうした下で、金融機関が止むを得ず取引体制を縮小するといった動きもみられましたし、市場参加者の間で市場を磨き上げていこうといった気運も、どうしても後退しがちであったように思います。このように、いわば『市場機能を封殺した』状況が続いていることを、日々実感せざるを得ませんでした<sup>(9)</sup>。

また白川方明も、自著ではゼロ金利政策について、「短期金融市場は流動性の配分という重要な機能を担っていることを考えると、継続を約束すべき低金利の水準は『ゼロ金利』ではなく、若干のプラスの金利であったように思われる」と論じている<sup>(10)</sup>。

なお、二〇〇〇年にゼロ金利解除をめぐる議論が行われた際に、藤原作弥日本銀行副総裁は、ゼロ金利政策の下ではきわめて低いコストで資金を調達できるため、リスクを伴う構造改革を先延ばしにする傾向があると論じたという。ゼロ金利政策がモラルハザードを生じさせ、構造改革を阻害するという考えも、資源配分機能の歪みという観点に基づくゼロ金利反対論だと言えるだろう<sup>(11)</sup>。

第三に、資源配分の歪みとも関係することであるが、低金利政策を継続させると、市場関係者に低金利が永続するという期待を抱かせることになり、バブルを発生させる危険性がある。これはバブル経済から日本銀行が得た教訓であり、経験知に基づく考えである。

この考えを明瞭に示しているのが、二〇〇〇年七月三日に開催された日本銀行国際コンファランスでの速水優絵



裁の挨拶である。このとき速水は、政府の反対にもかかわらず、ゼロ金利解除を模索しており、以下のような発言をしている。「バブル発生と拡大をめぐって金融政策はどのような点で責任があったのであろうか。この点で、私が必要だと思うのは、景気回復が明確化した一九八八年夏以降も、低金利を比較的長く維持し、こうした低金利が永続するとの期待を根付かせた点にある。これがバブル拡大の原動力の一つとなったのは否定できない事実であり、重く受け止める必要がある」<sup>(12)</sup>。

実はこの考えは、翁邦雄・白川方明・白塚重典が二〇〇〇年に公刊した論文で示している。彼らによると、「一九八〇年代後半以降のわが国のバブル発生と金融政策の関係を考える上で最も重要な点は、景気拡大が明確化する中で低金利が持続され、その結果、ある時期から現在の低金利が永続するという『期待』が広がったことだというのである」<sup>(13)</sup>。

この考えは、福井俊彦総裁にも受け継がれる。量的緩和政策を実施していた二〇〇四年七月五日に福井は、「日本経済はついに、バブル崩壊後の長く苦難に満ちた調整過程の終点に近づきつつある」と述べたうえで、日本経済が、物価が上昇しにくい「低インフレ経済」下にあるとの認識を示し、「財やサービス価格が相対的に安定している陰で、住宅など資産価格の大幅な上昇が見逃されがち」と語っている<sup>(14)</sup>。早くもこの時点で福井は、金融緩和がバブルを発生させる危険性を警告し、「金利正常化」への意欲を見せていた。

福井は、二〇〇六年三月に財務省やりフレ政策を主張する政治家らの反対を押し切って、量的緩和政策を解除した。さらにゼロ金利政策解除も見据えていた福井は、二〇〇七年五月一〇日に内外情勢調査会で「わが国経済の展望と金融政策」と題する講演を行い、そこでもバブル発生の危険性について語っている。福井は、日本経済のリスク要因の一つとして、「金融環境などに関する楽観的な想定に基づいた金融・経済活動の振幅の拡大」を挙げ、次

のように論じている。「企業や金融機関の財務体質が改善している一方で、実質金利は極めて低い水準にあることから、金融・経済活動が積極化しやすい局面にあります。為替相場は、実質実効レートでみて、プラザ合意後の最安値圏で推移しているほか、三月に公表された公示地価で東京都、大阪府の商業地が前年比二桁の上昇を示した点にも表れているように、大都市における地価の上昇傾向が明確化してきています。こうした為替相場や資産価格の動きも、企業や金融機関の行動を活性化させる方向に作用すると考えられます。仮に期待成長率や資金調達コスト、為替相場や資産価格の見直しなど、先行きの採算に関する楽観的な想定に基づいて金融・経済活動が積極化する場合には、金融資本市場において行き過ぎたポジションが構築されたり、結果的に非効率な経済活動に資金や資源が使用され、長い目でみた資源配分に歪みが生じる可能性があります。このような行動は、短期的には景気や資産価格を押し上げることがあっても、その後の反動を余儀なくされ、息の長い成長を阻害する可能性があります」<sup>(15)</sup>。

この後、日本銀行は二〇〇七年七月に、ゼロ金利政策の解除を決定する。

これはつまり、バブル経済を発生させてしまうと、その崩壊後、長期にわたって経済活動を停滞させてしまうので、バブルの発生を回避すべきという考え方である。これに対してリフレ派は、デフレから脱却したとは言えない状況下での量的緩和政策・ゼロ金利政策の解除に反対した。この意見対立は、白川方明が『現代の金融政策』で、「FRB view」(FRB関係者や米国の主流派経済学者から多く聞かれる考え方)と「BIS view」(BIS関係者やヨーロッパの中央銀行関係者から多く聞かれる考え方)と名付けた考え方の違いとほぼ同じものである。要するに、リフレ派はFRB viewを、日本銀行はBIS viewをとっていたと考えられる。以下、簡単に説明しておこう。

## ③ FRB viewとBIS view

FRB viewは、「金融政策の目標は物価の安定であり、資産価格の安定ではない」、「資産価格を金融政策の目標とすることは適当でない」と考える。また、「資産価格の上昇がバブルであるかどうかは事後的にしかわからない」ので、「資産価格の上昇に対して短期金利の引き上げで対応することは不適当であり」、「バブル発生の危険に対して公的当局が対応するとすれば、その手段は金融政策ではなく、銀行監督等のブルーデンス政策である」とする。したがって、金融政策によってバブル発生を防止することはできず、中央銀行は、バブル崩壊後に積極的（アグレッシブ）な金融緩和を行うことで対応すべきということになる。

それに対してBIS viewは、「資産価格の上昇が経済活動や物価に与える影響」だけではなく、「金融的不均衡」の蓄積と巻き戻しに「十分注意を払う必要がある」と考える。「金融的不均衡」とは、「地価や住宅価格、株価等の資産価格の上昇、信用スプレッドの縮小、信用の膨張（レバレッジの拡大）、ボラティリティーの低下、実質金利と成長率の水準の長期間にわたる乖離、投資比率の上昇等」、「長期的には持続可能とは考えにくい金融現象が同時に起こる」ことである。また、「バブルが発生しているかどうかの認識が難しいことは事実であるが、中央銀行にとって必要なことは」、「現在の経済状態が持続可能かどうかの判断である」。「そうした持続性の判断を可能にする単一の客観的指標はないが」、「持続可能性を疑わせるいくつかの動きが併存しているかどうかは判断にあつたての重要な基準で」、「資産価格の上昇と並んで」、「信用の膨張ないしレバレッジの拡大」が特に重要である。そのため、「金融不均衡の発生を防ぐためには、金融政策とブルーデンス政策の両方が必要である」と考える。<sup>16)</sup>

ここで興味深いのは、FRBも日本銀行も、同じ日本のバブルの経験から、異なる教訓を引き出していたことである。経験知であっても、当事者として教訓を導き出す場合と、海外の経験から学習する場合とは、異なること

があり得るのである。

日本銀行は、一九八〇年代後半に物価が安定していたため、低金利を継続してしまい、バブルを発生させてしまったと考えた。そこで物価が安定している場合でも、低金利を長期間にわたって継続することには危険性があると考え、景気回復後、量的緩和やゼロ金利の解除を急いだ。

それに対しアラン・グリーンズパンFRB議長は、二〇〇〇年にITバブルが崩壊すると、デフレを回避するために、バブルが発生するリスクも厭わず、積極的に利下げを行った。このグリーンズパンの金融政策を称賛し、支持したのがリフレ派であった。日本銀行は金融引き締めでバブルを崩壊させ、バブル崩壊後も十分な金融緩和を行わなかった。このため、日本経済はデフレに陥り、長期にわたり不況が続いてきた。それに対し、日本の経験から学んだグリーンズパンは、ITバブル崩壊後、迅速かつ積極的な金融緩和を行うことで、アメリカ経済をデフレに陥らせることなく繁栄に導いた。資本主義経済ではバブルの発生を防ぐことはできないし、資産価格の上昇がバブルであるかどうかは、事後的にしか判定できない。中央銀行が行うべきは、バブル崩壊後に金融を大幅に緩和して、デフレの発生を食い止めることであり、そうすることで経済成長が実現されるとリフレ論者は説いていたのである。ところがグリーンズパンの考えは、結果的には誤りであった。長期にわたり過度な金融緩和を実施した結果、住宅バブルが発生し、その崩壊により、世界金融危機を引き起こしてしまったのである。このことについて元日本銀行副総裁の山口泰は、「FRBは日本から間違った教訓を引き出してしまった」、「わずかな物価の下落を恐れて緩和しすぎると、問題が大きくなる」と語っている。<sup>17)</sup>

また白川は、リーマン・ショック発生以前の二〇〇八年三月に刊行した『現代の金融政策』で、FRB関係者が、「日本の一九九〇年代以降の経済低迷という経験から得られる教訓はバブル崩壊後にアグレッシブに金融緩和を行

うことである」という見解を繰り返して表明していることについて、「適切な教訓の引き出し方であるとは思えない」、「大規模なバブル崩壊の影響は非常に大きいように思われる」、「バブルが崩壊した後にテイラー・ルール以上に大幅に短期金利を引き下げても、それに先だつて発生したバブルの規模が非常に大きい場合には、景気刺激効果は限定的なものとならざるを得ない」、「バブル崩壊後に積極的な金融緩和を行う必要性を否定するものではないが、もっぱら『事後対応』の重要性を強調することはバランスを欠いている。『事前対応』も『事後対応』も同程度に重要である」と記している。

そのうえで白川は、自身の考えとして、「資産価格の上昇を抑制することに金融政策を割り当てることは適当ではない」としつつも、「金融政策の目的である物価安定は、それを通じて持続的な成長を実現することを期待するものである。そうした考え方の原点に立ち返ると、中央銀行としては需給ギャップや物価上昇率といった伝統的なマクロ経済変数に十分な注意を払うと同時に、『金融的不均衡』の動向にも注意が必要である。その際の判断は『バブルを潰す』ということではなく、『経済のバランスのとれた持続的拡大』が損なわれるかどうかという、マクロの経済判断に還元されるものである。その結果、リスクが大きいと判断する場合には、仮に足元の物価上昇率が安定しても金融政策を引き締め方向に運営する必要がある」と論じている。<sup>18)</sup>

世界金融危機を見て、日本銀行は自らの認識に自信を強めたと考えられる。大規模なバブル崩壊の影響はきわめて大きく、やはり中央銀行はバブルを発生させないようにしなければならない。そのためには物価が少し下がる程度の局面では、過剰な金融緩和は禁物である。日本銀行がデフレ下でも大規模な金融緩和に消極的なのは、それがバブルを発生させかねないからなのである。

ところが日本銀行は、世界金融危機後の景気悪化に直面して、再びゼロ金利政策の実施に追い込まれる。リフレ

派は、世界金融危機発生後、自らの認識の甘さについては棚上げにして、日本銀行への攻撃を強めた。日本銀行が欧米の中央銀行に比べて、金融緩和をスピード・規模ともに不十分にしか行わなかったため、円高を招き、日本を再びデフレに陥らせたと言高に非難したのである。このため日本銀行への非難が強まり、超金融緩和がバブルを引き起こすという副作用が、政界や経済論壇ではあまり注目されることなく、日本銀行は再び大規模な金融緩和を強いられることになった。

④ ゼロ金利政策からの教訓

ただ、二度目のゼロ金利政策が実施されるまでの過程を見ると、日本銀行が一度目のゼロ金利政策の経験から教訓を得て、何とか短期金融市場の金利をプラスにしておこうと努力していたことがわかる。

二〇〇八年九月のリーマン・ショックを契機として発生した世界金融危機により、急激な円高と株安が進み、経済指標が急速に悪化した。そこで一〇月三二日の日本銀行金融政策決定会合では、以下の議長（総裁）提案がなされた。① 政策金利である無担保コール翌日物金利を〇・二％幅引き下げて〇・三％にする。② 日本銀行が金融機関に固定金利で貸し出しを行う補完貸付制度の金利（基準貸付利率、かつての公定歩合）を〇・七五％から〇・五％に引き下げる。③ 金融機関の日本銀行当座預金のうち、準備預金分の金額（所要準備額）を超える預金（いわゆる「超過準備」）に利息を付ける補完当座預金制度を臨時に導入し、適用利率は年率〇・一％とする。

この議長提案は、賛成四人、反対四人の賛否同数となり、議長裁定で決定された。

ここで注目されるのは、補完当座預金制度の導入である。この意味について説明しておこう。補完貸付制度に適用される利率は、コール金利の上限を画する。コール金利がこれよりも高くなれば、どの金融機関もコール市場で

はなく、日本銀行から直接、貸し出しを受けるようになるからである。一方、補完当座預金制度に適用される利率は、コール金利の下限を画し、金利の過度の低下を防ぐ効果が期待される。というのも金融機関は、この利率よりも低い金利では、他の金融機関に貸し出しを行わないようになるため（それより低い金利で貸し出すよりも、当座預金に預けた方が高い利息を得られるため）、コール金利は、この利率よりも低くはならないからである。

市場金利がゼロ金利に近づけば近づくほど、金融取引にかかる手数料などのコストも回収できなくなるため、市場で資金の出し手はいなくなり、資金を借りたい銀行がかえって借りにくくなる。そのため、日本銀行が貸し手とならざるを得ず、日本銀行が銀行に対して資金配分を行うことになる。実際に速水・福井総裁のときにゼロ金利政策がとられた際には、短期金融市場では金融機関の間での金融取引が成立しなくなっていた。補完当座預金制度は、こうした「社会主義的市場」の出現を回避し、市場の機能を守るための仕組みであった。<sup>(19)</sup> 白川は記者会見で、金利の引き下げ幅を抑えたことについて、「金利を下げすぎると市場の機能自体が低下する」と説明している。<sup>(20)</sup>

実は、この制度は、すでにFRBが一〇月八日に欧米中央銀行で協調利下げを行った際に導入を決め、翌日から実施していた。これは日本のゼロ金利の経験から得た教訓によるものだと考えられる。

もつとも、こうした対応も、政治と市場の圧力に押し潰されてしまうことになる。これ以後も、世界金融危機の悪影響は強まる一方で、くわえてFRBが金融緩和を拡大したこともあり、円高と株安がさらに進行する。そこで一二月一九日の日本銀行金融政策決定会合では、政策金利の誘導目標を〇・一％に引き下げることが決められた。

基準貸付利率も〇・二％幅引き下げて〇・三％にすること、補完当座預金制度の適用利率は〇・一％とすることも決められた。この決定に日本銀行内部には、「政策委員会はこの間、何のために激しい議論をしたのか」、「総裁は、あれほど市場機能が大切だと訴えていたはずなのに」（中堅幹部）といった無力感が漂ったという。<sup>(21)</sup>

さらに二〇一〇年一〇月五日の金融政策決定会合で日本銀行は、政策金利の誘導目標を「年〇・一%前後」から「〇〇・一%」に引き下げ、二〇〇六年七月以来の「ゼロ金利政策」復帰を決める。この決定について白川は、「効果と副作用を勘案した」結果、「長めの市場金利の低下などをはかるのに効果的と判断した」と説明した。<sup>(22)</sup>

#### 第四節 非不胎化介入

次に「非不胎化介入」をめぐる議論を見ておく。まず、その意味について説明しておこう。通常、政府が円安誘導のため円売りドル買い介入を行う際に、金融市場に売り出された円を放置しておけば、資金が過剰に供給されることになり、本来の政策目標に比べて金融が緩和し過ぎることになる。そこで日本銀行が、介入資金と同額の資金を日常的な金融操作（売りオペ）を通じて吸収する。これを「不胎化介入」という（逆に円買い介入の場合、そのままだと市場の円資金が不足して意図せざる金融引き締めとなるため、金融操作を通じて介入資金と同額の資金を市場に放出する）。それに対し、介入資金を吸収せずに市場に放置しておけば、金融緩和を実施したことと同じになるというのが、「非不胎化介入」である。

「非不胎化介入」が大きな話題となった事例を二つ挙げておこう。第一に、一九九九年七月に円高が進行し、景気回復を阻害することが懸念されたときである。このとき、浜田宏一をはじめとした一部の経済学者やエコノミストは、政府が円高阻止のため為替介入を行う場合、日本銀行は不胎化をやめて金融緩和を促進させ、円安に対するコミットメントを行うべきだと主張した。<sup>(23)</sup> 第二に、これは事後的な評価なのだが、二〇〇三年三月に福井俊彦が日本銀行総裁に就任して以降、相次いで実施した金融緩和について、一部のリフレ論者が、これは財務省の為替政策と協調して「非不胎化介入」に踏み切ったものだとして評したことがある。彼らによると、財務省の巨額の為替介入と、



それに合わせた日本銀行の量的緩和の拡大というリフレーション政策によって、この時期、景気は回復したとい(24)  
のである。

だが日本銀行は、そもそも「非不胎化介入」という概念自体、無意味なものとみなしている。まず、日本銀行エ  
コノミストである翁邦雄・白塚重典・藤木裕は、「非不胎化介入」が実務的に無意味である理由を次のように説明  
している。「為替介入金額は、大規模介入が話題になった榊原（英資・引用者注）財務官時代においてさえも月間  
一―三兆円と推測され、日々数兆円が出入りする金融市場全体の動きや二〇〇〇年問題に伴う五〇兆円近い日本銀  
行の資金供給規模と比べると微々たるものに過ぎず、介入額だけを取り出して不胎化・非不胎化を論ずることに意  
味がない。加えて、日本では為替介入が大蔵省の所管であり、介入額は事後的にも全く公表されないと(25)のポリシー  
がとられているため、代理人である日本銀行がその実態を勝手にディスクロージャーすることはできず、従って、非不  
胎化をアナウンスすると言っても、実際に何を行っているのか日本銀行は全くアカウンタブルであり得ない」。

次に、白川方明の『現代の金融政策』に依拠して、「非不胎化介入」という概念の無意味さについて、より詳し  
く説明しておこう。財務省が日本銀行に指示して円売りドル買い介入を行うと、介入注文を受けた金融機関に円資  
金が供給されて、金融機関の日本銀行当座預金が増加する。これをそのまま放置するのが「非不胎化介入」である。  
ただ、これだと短期金利が低下する。そこで日本銀行が短期金利の誘導水準目標を変更しないならば、為替市場介  
入と同額の資金を市場から吸収して（つまり、売りオペを実施して）、これを「不胎化」しなければならない。ま  
た金融政策の誘導目標が、短期金利ではなく日本銀行当座預金残高で設定されている場合も、その目標額を変更し  
ないならば、やはり為替介入と同額の資金を市場から吸収して、これを「不胎化」しなければならない。つまり、  
金融政策の運営方針を変更しないのであれば、為替介入は必ず「不胎化介入」になる。

さらに、日本政府が円売りドル買い介入を行う場合、政府は政府短期証券(FB)<sup>(26)</sup>を市場で入札発行して円資金を調達したうえで、ドルの買い入れ代金として当該円資金を市場に支払う。つまり、ドルの買い入れ自体は日本銀行当座預金を増やすものの、円資金調達のために行われるFBの発行は日本銀行当座預金を減らすため、介入は自動的に「不胎化介入」となる。

もつとも実際のところ、政府が外貨買い入れを行う時点では、日本銀行がFBを一時的に引き受けており、FBが市場に発行されるまでの間は、日本銀行の政府に対する与信が発生する。けれども、FBは満期三カ月で毎週発行されており、円資金の受払いのタイミングのズレが三カ月を超えることはない。しかも、財政資金による当座預金の変動は、公共事業支払いや税金の受け入れによって日常的に生じており、為替介入による変動分だけを識別することはできない。<sup>(27)</sup>

すなわち実務的観点からすれば、「非不胎化介入」という概念自体、無意味なのである。それゆえ日本銀行は当然ながら、福井総裁の時期に「非不胎化介入」を行ったとは認めてはいない。福井自身、金融緩和の理由として、「非不胎化」や為替政策との協調といった理由を挙げたことはなかった。

にもかかわらず、「非不胎化介入」といった指摘がなされるのは、日本銀行が、福井の総裁就任以来、政府の為替介入と歩調を合わせるかのように、当座預金の残高目標を引き上げていったからである。

ところが、当座預金残高の増加額と為替介入額を比較すると、両者の乖離は大きいことがわかる。二〇〇三年一月から二〇〇四年三月にかけて三五兆円の介入が行われる一方で、同時期の日本銀行当座預金残高は一三・三兆円(マネタリーベースは一三・一兆円)の増加にとどまっている。特に大量の円売り介入が集中的に行われた二〇〇四年一月から三月にかけての介入総計は一四・八兆円に上ったものの、日本銀行当座預金残高の増加分は三・一兆

円（マネタリーベースは六二〇〇億円）に過ぎなかった。また、毎月の為替介入額と日本銀行当座預金残高の増加分を見ても、両者は大きく異なっている。このことから経済学者の貞廣彰は、この大量介入は、せいぜい「部分的な非不胎化介入」に過ぎなかったとして<sup>(28)</sup>いる。

実際の政策過程でも、福井は財務省の為替介入に合わせてというよりは、長期金利や為替相場の動向を見て、すなわち、政界や経済界から金融緩和を求める声上がる前に先手を打つ形で、追加緩和を決めているように見える。これらのことからして、「非不胎化介入」によって景気が回復したとするリフレ派の主張の信憑性は疑わしいと言わざるを得ない。

「非不胎化介入」という概念の無意味さを理解するには、日本銀行の金融調節の方法について知る必要がある。また、通貨介入資金の取得方法（政府短期証券の発行）についても知る必要がある。こうした経験知（現場知）を持つ日本銀行政策担当者が、「非不胎化介入」を求めるリフレ派の主張を受け入れるはずはないのである。<sup>(29)</sup>

### 第五節 為替介入・外債購入

次に、為替介入や日本銀行の外債購入により円安を引き起こすことで景気を回復させるという主張について見ておこう。

#### ① 為替介入による円安誘導

学術的な円安誘導論としては、経済学者で、後にスウェーデン中央銀行（リクスバンク）副総裁に就任するラルフ・スペンソンが、二〇〇〇年に日本銀行の国際コンファランスで行った提言がある。スペンソンは、政府・日本

銀行が無制限に円売り・ドル買い介入を実施する円安誘導にコミットすることで、円安を通じて物価が上がり、デフレから脱却できると説いた。また、市場参加者が政府のコミットメントを信じれば、実際の介入はほとんど不要になるとも論じた。<sup>(30)</sup>

ただ、為替介入の権限を有するのは財務省（旧大蔵省）であり、日本銀行は政府（財務大臣）の指示を受け、国の代理人として外国為替を売買することになっている。景気回復のため、為替介入による円安誘導を求めるにしても、その相手は日本銀行ではなく、政府・財務省になるはずである。

そのためか日本銀行は、為替介入による円安誘導には、それほど抵抗感を示していない。翁邦雄は、一九九九年一月一〇日の『フィナンシャル・タイムズ』への投稿で、円安を食い止める手段として無制限介入による円安誘導を唱えている。<sup>(31)</sup> また、溝口善兵衛財務官が二〇〇三年一月から二〇〇四年三月にかけて、円買いを仕掛けてきた投機筋を排除して過度な円高を防止するために（円安誘導ではないことに注意されたい）実施した、総額三五兆一七七億円の為替介入に対し、福井総裁は協力的な姿勢を示している。<sup>(32)</sup> ただ、為替介入とセットで「非不胎化」を実施すべきという主張に対しては、前節で論じた通り、それは無意味だと強く反論するのである。

さらに日本銀行は、円高是正のために金融を緩和するというような、為替相場を目的とした金融緩和については、強く抵抗していた。これは、一九八〇年代後半に円高対策として金融緩和を行った結果、バブルを発生させたことから得た経験知によるものであった。このことを直截に表現しているのが、一九九九年九月二一日の日本銀行金融政策決定会合で金融政策の現状維持を決定した後公表された「当面の金融政策運営に関する考え方」と題するペーパーである。ここでは「日本銀行は、為替相場そのものを金融政策の目的とはしていません。金融政策運営を為替相場のコントロールということに直接結び付けると、誤った政策判断につながるリスクが高いことは、バブル

期の政策運営から得られる貴重な教訓になってい」<sup>(33)</sup>るとしている。

## ② 外債購入による円安誘導

一方で、円安誘導のために日本銀行に外債を購入するよう求める主張もなされた。「外債購入論」が話題になった、二つの事例を見ておこう。

第一の事例としては、二〇〇一年秋から翌年初めにかけての時期が挙げられる。二〇〇一年一月一一・一二日の金融政策決定会合で、これまで常に先んじて量的緩和を主張してきた中原伸之審議委員が、外債購入案に言及した。さらに十一月一五・一六日の会合では、外債購入を正式な議案として提案している。<sup>(34)</sup>この提案は一对八の反対多数で否決された。

だが日本経済新聞記者の清水功哉によると、この提案が財務省の為替政策を動かしたという見方があるという。その見解によると、財務省国際局は日本銀行が外債購入に乗り出すことで、為替介入の権限を侵害されることを嫌っていた。ところが、二月八日には山崎拓自民党幹事長までが外債購入論に言及した。このため、日本銀行の外債購入論が、これ以上広まらないようにするため、財務省は円安容認を打ち出すようになったというのである。

二月一〇日に、一ドル一二五円台まで円安が進むと、黒田東彦財務官は、「ファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）から見て円高すぎた相場が修正されているだけです」と発言する。二月一日には、財務省の為替担当者からエコノミストやディーラーに対し、円安容認を示唆する電話も入った。こうした口先介入によって、円は二〇〇三年一月には一三〇円台前半まで下落した。

実は日本銀行内には、追加金融緩和を求める財務省に対して、「そちらこそ所管の為替政策で知恵を絞ったらど

うか」という思いもあり、中原の提案以前から、円安誘導論がささやかれていた<sup>(35)</sup>。そのため、財務省が円安誘導に動いたことに、「してやったり」という思いで受け止める向きもあった<sup>(36)</sup>というのである。

ところが、一月下旬に一ドル一三五円に迫るようになると、海外投資家の円資産売却を誘発する副作用（いわゆる「日本売り」）が目立つようになる。さらにポール・オニール米財務長官から、「為替を操作することで低い生産性や不良債権問題の解決はできない」と牽制されたこともあり、財務省は円安容認の口先介入を中止したという<sup>(36)</sup>。

「外債購入論」が話題になった、もう一つの事例としては、二〇一二年一月一六日の衆議院解散以後、二〇一三年二月末にかけての時期が挙げられる。衆議院解散後、首相就任が確実視されていた安倍晋三が、日本銀行に大胆な金融緩和策を求めると主張し、その手段として外債購入も行うべきだと発言したのである。また同時に、次期日本銀行総裁候補と目されていた岩田一政・前日本銀行副総裁も、「外債購入による金融緩和」を唱えていた。

だが、安倍の発言を受けて急激に円安が進んだことから、一部の新興国を中心に「日本発の通貨安競争」という声が上がるとなり、「為替操作」と見られかねない外債購入は現実的ではないと見られるようになった。安倍は、首相就任後の二〇一三年二月一八日にも、金融緩和の手段として外債購入に言及する。しかし、海外からの批判を招きかねないとして、翌日には麻生太郎財務相が、その発言を否定し、安倍も慎重な姿勢に転じた。以後、表立って外債購入論が唱えられることはなくなったのである。

この二つの事例から、以下のことがわかる。第一に、日本銀行が外債を購入するなど円安誘導策を独自にとることは、為替政策を所管する財務省から強い反発を買うため、現実には難しいということである。第二に、財務省の（口先介入も含めた）為替介入や日本銀行の外債購入などで円安誘導を行うことは、為替介入を嫌うアメリカをはじめとした他国から、近隣窮乏化政策・通貨安競争との批判を招くため、現実には困難だということである。こ

した政策の実施が難しいことは、日本銀行の政策担当者にとっては、その経験知（現場知）からして自明のことなのである。<sup>(37)</sup>

なお経済学では、為替レートは短期的にはともかく、長期的には経済のファンダメンタルズで決まるとされており、為替介入や外債購入による円安誘導は、長期的には持続可能でないという主張もあり得る。<sup>(38)</sup> こうした立場から反対論を唱えるのであれば、それは異なる学問知に基づく反対だと言えよう。

## 第六節 量的緩和

景気を刺激するために利下げによって金融を緩和しようとしても、名目金利が〇%になれば、さらなる利下げは不可能である。そこで金利ではなく、日本銀行が市場に供給する資金の量を増やすことで金融をさらに緩和しようというのが、量的緩和政策である。

### ① 量的緩和政策への賛否

量的緩和の効果についての最も素朴な考え方は、マネーサプライ論争で見られたように、マネタリーベースを拡大すればマネーサプライが増加し、物価が上昇して景気が回復するというものである。

この考え方に対して、先述した、一九九九年九月二日に日本銀行が公表した「当面の金融政策運営に関する考え方」では、量的緩和の効果はないことを次のように説明している。<sup>(39)</sup>

「日本銀行は、金利ゼロという状態が安定的に推移するよう、金融機関に保有が義務づけられている支払準備（一日平均約四兆円）を一兆円ほども上回る資金供給を続けて」おり、「金融機関サイドでは、ゼロ金利政策によ

り『殆どコストのかからない資金をいつでも調達できる』という安心感が定着しているため、資金を保有する動機が低下して」いる。「この結果、日本銀行が供給した余剰資金の七〇八割は、資金仲介を行っている短資会社等に積み上がっているのが実情で」、「日本銀行がマーケット・オペレーションを通じ、ほぼゼロの金利で資金を供給しようとしても、金融機関がそれに応じてこない」、「札割れ」も起きている。

このように金融市場では資金は十分に潤沢な状態であり、「日本銀行がゼロ金利を維持するために必要な量を上回って資金供給を増やしても、資金がまさに『余剰』のまま短資会社等に積み上がるだけ」で、「金利はもちろん、金融機関や企業行動、あるいは為替相場などの資産価格に目に見える効果を与えるとは考えられ」ない。つまり、量的緩和に効果はないというのである。

他方、「実体的な効果がなくとも、市場が『追加的資金供給』に何らかの期待を持っていれば、それを利用してみてはどうかとの考え方もある」。「しかし、そうした方法の効果は、あつたとしても一回限りで、永続きし」ないし、「中央銀行として、目的と政策効果についてきちんと言明できない政策をとることはでき」ないというのである。

さらに日本銀行は、理論的な観点からも、短期国債オペでは量的緩和の効果はないと考えていた。日本銀行エコノミストの翁邦雄・白塚重典・藤木裕は、「ゼロ金利政策の下では、中央銀行は短期金利がゼロに低下するまでリザーブを供給するため、短期国債とマネタリーベースとはほぼ完全に代替的（保有者にとって両者はほぼ無差別）になって」おり、「短期国債オペによる量的緩和は効果がない」、「換言すると、ゼロ金利政策下におけるマネタリーベースの供給は、マネタリーベースと代替的でない金融資産を購入しない限り、理論的な緩和効果はない」と主張している。<sup>40)</sup>



これに対し量的緩和を主張する論者の多くは、マネタリーベースと代替的ではない金融資産として長期国債の買い切りオペ、さらには後述するように、社債やコマーシャル・ペーパー（CP）、株式や不動産といったリスク資産の購入を主張するようになる。そのうえで、量的緩和策には次の三つの効果があると主張した。以下、日本経済新聞記者（当時）の藤井良広の論述に沿ってまとめておこう。<sup>(4)</sup>

第一に、長期金利を引き下げる効果である。従来買いオペは、買い戻し条件付きで短期国債を購入して、市場に資金を供給するものであった。量的緩和として、短期国債の買い切りオペ、さらには長期国債の買い切りオペに踏み切り、国債の価格を安定させれば、長期金利は下がり、企業設備投資が増えるというのである。

第二に、ポートフォリオ・リバランス効果である。日本銀行が買いオペにより供給した資金のうち、金融機関がさしあたり使わない分は、日本銀行の当座預金に積み増しておくため、当座預金残高が増える。これは無利子の資金であるため、いくら積み増しても利潤は生まれない。そこで金融機関は収益を拡大しようとして、この資金の一部を、貸し出しに回したり、株式や社債の購入にあてたりするなど、他の資産に振り向けるというのである。

第三に、人々のインフレ期待に働きかける効果である。日本銀行が積極的に資金を供給することで、デフレ心理が解消され、いずれ物価が上昇するという期待を人々が抱くようになり、実際に物価も上昇するというのである。<sup>(4)</sup> 一方で日本銀行は、量的緩和策には効果はないと見ていた。ここでも藤井良広の論述に沿ってまとめておこう。

第一の効果について日本銀行は、長期金利は市場で決まるものであって、操作できるかどうかかわらないとしていた。また国債の買い切りオペは、中央銀行の国債引き受けにつながり、政府の財政規律を損ね、中央銀行への信頼を失墜させるとして、強く反対した。

ここで日本銀行政策担当者が、長期金利の決定要因について、どのように考えていたのかを、白川方明の論述を

引用することで、示しておこう。白川は、「金融政策と財政政策の関係では、金融緩和を続けることによって、国債の利払い負担の軽減を図る必要があると議論されることがある。しかし」、「長期金利の水準は実質金利、予想物価上昇率、リスク・プレミアムの三つの要素に規定される。政策金利である短期金利が経済の実態から離れて低位に維持されると、予想物価上昇率が上昇する。また、そのような政策がとられる場合には、将来の経済情勢に関する不確実性も高まり、リスク・プレミアムも拡大する。言い換えると、政策金利である短期金利を低位に維持することが長期国債金利の低位安定につながるわけではない。長期国債の安定的な金利形成を図るためには、金融政策が物価安定の下での持続的成長を目標に運営されるとともに、そうした金融政策運営の姿勢に対する信認<sup>(43)</sup>が維持されていることが最も重要である」と論じている。

本題に戻ろう。第二の効果についても、日本銀行は否定的であった。銀行の貸出額が減っているのは、そもそも企業に資金需要がないためである。また、金融機関が巨額の不良債権を抱えるとともに、大量に保有している持ち合い株が値下がりして自己資本不足に陥る可能性がある現状では、金融機関が企業への貸し出しに資金を回すことはない。貸出額を増やせば自己資本比率は低下するし、リスクの高い企業への貸し出しを増やせば、不良債権が増大する恐れがあるからである。一方で、株式や社債といったリスク資産の購入に向かうこともない。値下がりすれば、自己資本比率が低下するからである。それゆえ、不良債権処理など、構造改革を進めるべきというのが、日本銀行の考えであった。

第三の効果についても日本銀行は否定的であった。その理由についてはインフレ数値目標への反論と重なるため、詳しくは後述するのだが、日本銀行は、デフレ下で物価水準を引き上げる目標を掲げても、それを実現する適切な政策手段がないと考えていた。中央銀行が一定の物価上昇率を実現すると宣言したからといって、経営者や消費者

がそれを鵜呑みにして、期待インフレ率が高まることはない<sup>(44)</sup>と見ていたのである。そのため、インフレ数値目標を掲げても、それは実現されず、かえって中央銀行の信認に傷をつけることになるとして、インフレ数値目標の導入に消極的な姿勢をとり続ける。

## ② 量的緩和政策の導入

だが二〇〇〇年八月のゼロ金利解除後に、アメリカでITバブルが崩壊し、日本経済も低迷したため、日本銀行は二〇〇一年三月に量的緩和政策の導入に追い込まれる。日本銀行政策担当者が、ゼロ金利ではなく量的緩和を採用した理由として、軽部謙介は次の二点を挙げる。

第一に、短期金利を金融調節の操作目標としている限り、ゼロ金利に戻せば、それ以上の金融緩和は行えない。しかし、景気は後退局面にあり、ゼロ金利に移行しても、その後、結局は量的緩和を求められることになる。ところが量的緩和であれば、日本銀行当座預金残高を逐次的に増やしていくことができ、追加緩和を実施できる。それゆえ、これからさらに景気が悪化していくと予測される状況下では、ゼロ金利への復帰よりも量的緩和を選択した方がベターだと考えたのである。

第二に、速水総裁の責任問題への配慮である。日本銀行は、ゼロ金利解除後に景気が悪化したことの責任を問われ、政府・与党から金融緩和を求める圧力をかけられていた。だが事務当局者たちは、速水を守らなければならぬ部下として、ゼロ金利解除の判断は正しかったという主張を曲げるわけにはいかなかった。そこで金融市場調節の操作目標を日本銀行当座預金残高に変更し、無担保コール翌日物金利の決定は市場に委ねると主張することにしたのである。<sup>(45)</sup>

要するに、量的緩和政策は、日本銀行への批判をかわすためにとられた政策であった。

ただ、この決定に際し、日本銀行内では繰り返し議論が交わされたと、軽部謙介は記している。軽部によると、「量」を目標とする金融政策は以前FRBが引き締め的手段として使ったことを除いてほとんど前例がないだけに、その効果などはまったくの未知数だった<sup>(46)</sup>。量的緩和もゼロ金利と同じく、まったく経験のない政策であり、このような不確実性の高い政策はできるだけ避けたいというのが、実務者としての当然の発想であろう。

また、「企画室や調査統計局などの中には『量的緩和』は意味がない、やっても効かない、という意見も根強くあった<sup>(47)</sup>」。効果のない政策を実施することには反対というもので、これはリフレ派とは異なる学問知に基づく考えである。しかし、「これは最終的に『やってみなければ分からない』ということまで了解された<sup>(48)</sup>」。

さらに、マネーの量を増やしていくことが技術的に可能なかという懸念もあった。「ある企画室の幹部は市場に供給するマネーの量を確保するのは難しいのではないかと考えた。マネーはただで配られるわけではない。金融機関が持っている国債や社債を担保に供与するのだ。それほど大量の資金を供給できるのだろうか。万一、うまく実現できなければさらに批判が強まる」と考えたという。マネーの量を誘導目標とする場合、その対象としては民間銀行が日本銀行に保有する当座預金残高、マネタリーベース、マネーサプライなどが考えられたのだが、日本銀行が最もコントロールしやすい当座預金残高が選択された。しかし、それを「四兆円から五兆円、六兆円、さらに七兆円と増やしていくことができるのだろうか、という問題は繰り返し部内で議論された<sup>(49)</sup>」。これは実務者の観点からの経験知（現場知）による懸念と言えよう。

もっとも量的緩和政策では、本節第四項で説明するところの「アグレッシブな長期国債買い切りオペ」ではなく、「従来の長期国債買い切りオペを量的に徐々に拡大していく」、「マイルドな長期国債買い切りオペ」が用いられた<sup>(50)</sup>。

## ③ 量的緩和政策の効果と副作用

それでは量的緩和に効果はあったのか。白川方明によると、二〇〇一年に量的緩和政策が採用された後、マネタリーベースは大幅に拡大したものの、マネーストックはそれほど増加しなかった。量的緩和政策が国民のインフレ予想を高めるという議論もあったが、量的緩和策に対する国民の認知度は低く、また現実の物価上昇率も高まらなかったことからして、インフレ予想を高めるといふ効果もなかったという。一方、ポートフォリオ・リバランス効果については、量的緩和政策の採用期間中に見られた信用スプレッドの低下が、その証拠として挙げられることがある。だが、これは、ゼロ金利下で投資家が相対的に利回りの高い金融資産の購入を増やした可能性と、当座預金残高を増加させるために日本銀行が行った資金供給オペレーションが信用スプレッドを圧縮したという二つの理由から説明可能であり、マネーの量の拡大が信用スプレッド圧縮効果を持ったとは言いがたい。さらに、二〇〇二年から二〇〇三年にかけて、中長期金利は低下しているのだが、これは量的緩和導入の際に、消費者物価指数の前年比上昇率が安定的に〇%以上になるまで量的緩和（すなわちゼロ金利）を継続すると明言する「時間軸」政策の効果として説明できるとする。

このように量的緩和策は、景気・物価に対する刺激効果という点では、ほとんど効果を発揮しなかったし、現在ではそうした評価が支配的になっているという。ただし白川は、量的緩和策は潤沢な資金を供給することで、金融市場や金融システムの安定化には貢献したと見ている。

他方、量的緩和策には副作用があったことも、白川は指摘している。第一に、これは第三節で検討したゼロ金利政策の弊害と重複することのだが、短期金融市場の機能低下である。「量的緩和政策の採用期間中、短期金融市場の取引は大幅に減少した」。「これは、金利水準が限りなくゼロに接近したこと、また、信用スプレッドも著しく

低下したことから、資金を放出しても得られる金利収入では取引コストやリスクをカバーできなくなったことを反映している。いったん金融市場がこのような状況になると、金融機関は資金調達ニーズが発生しても、その時点での金利水準では直ちには資金を調達することができなくなるため、結果として、流動性に対する予備的需要が発生した。この結果、コストがゼロの保険を買う感覚で、日本銀行のオペレーションにより資金調達を行うインセンティブが生まれた」。「金融システム不安が去った後も量的緩和政策を続けると、短期金融市場に本来備わっている流動性の配分機能を低下させることによる副作用が大きくなる」というのである。

さらに白川は、量的緩和策採用期間中におけるゼロ金利下の短期金融市場の機能低下について、もう少し詳しく、次のようにまとめている。

量的緩和策の導入によりコールレートは〇・〇〇一%にまで低下した(一九九九年から二〇〇〇年にかけてのゼロ金利政策時は、〇・〇二〜〇・〇三%であった)。「この金利水準ではオーバーナイトの資金運用から得られる収入は一〇〇億円を放出してもわずか二七三円である。他方、コール市場での取引には、ブローカー手数料(一三七円)、約定確認手数料(二〇〇円)、日銀ネット(日本銀行当座預金の受払いのためのオンライン・システム)を利用した決済サービスの料金(四〇円)をはじめ、様々な取引コストがかかる。このため、「コール市場の取引は大きく減少し」、コール市場の規模は縮小した。その結果、かえって「市場参加者は必要ときに資金を調達できるかどうか不安を感じることになり、流動性に対する予備的な需要が発生した。この結果、日本銀行のオペレーションに応募することによって資金を調達する動きが広がった」のである。

一方で、「短期金利がゼロになると、取引インセンティブが低下する結果、ディーラーの数が削減される。また、コール市場取引が縮小する結果、使用されないクレジット・ラインの見直しが行われ、設定金額や設定先も減って

い」き、「ゼロ金利の長期化とともに、取引を支える基盤的機能が徐々に弱体化していった。金利が上昇すると、これらの機能は次第に復元していくはずであるが、量的緩和政策解除後の推移から判断すると、機能の本格的な回復にはかなりの時間を要するように窺われる」。

さらに、「ゼロ金利の下では、当座預金保有の機会費用がゼロとなるため、民間金融機関が積極的に自らの当座預金の保有金額をコントロールしようというインセンティブがなくなる。その結果、コールレートの誘導に必要な当座預金需要の予測も難しくなり、ゼロ金利水準の実現に必要な当座預金供給金額の予測についても、時に不確実性が増大した」というのである。

こうした見解は、実際に金融調節に携わる日本銀行政策担当者の経験知（現場知）に基づくものと言えよう。

第二の副作用としては、将来におけるモラルハザードの発生が挙げられる。「大量の流動性供給を行って破綻を防いだことは、多くの金融市場参加者の記憶に残ることになる。その結果、企業や金融機関の流動性リスクへの感覚が弱まることになれば、長期的には金融システムを弱体化させるおそれもある」<sup>(5)</sup>。

これは通常、モラルハザードの発生に敏感な、自由主義的な経済学者が主張しそうなことであり、リフレ派とは異なる学問知に基づく考えと言えらるだろう。

なお短期金融市場の機能低下の弊害について、それが国債暴落につながりかねないことを指摘したのが、東京短資株式会社リサーチエコノミスト（当時）の加藤出である。加藤によると、「日本銀行当座預金が八兆円を超えていた二〇〇一年九月二二日に、財務省の交付税特別会計が民間金融機関から資金の借入を行うための入札（二兆円、期間六ヵ月）」で、「民間からの応札希望額は一兆八六二七億円しかなく、「短期国債六ヵ月物の相場が〇・〇一％前後の時に、この入札の落札足切りレートは〇・二三％に跳ね上がった」ということがあった。多く

の資金ディーラーが「応札しなかったのは『どうせレートは低いに違いない』という諦めムードが市場に蔓延していたことが影響している」。

続いて加藤は、量的緩和の長期化により、短期市場参加者の縮小、撤退が起きていることを指摘する。「多くの市場参加者は短期市場で収益が稼げない環境が長期化すると思っている。となれば、短期セクションを維持するよりも、整理縮小によって人件費等の固定費を削減して、余剰資金を日銀当座預金に置きつ放しにする方が、はるかに有利な“運用”になってしまう」。「市場全体の人員が極端に削減されるとディーラーの金利に対する感応度は急激に低下する」。「例えば、市場レートが跳ねて歪みが生じた時に、有利な運用先があることをブローカーが連絡しても、担当者は会議中だったり、外回りの営業をしていたりして、つかまらないことが度々ある（リストラ環境の中で皆仕事量が増加しているのも、もうからない短期取引は後回しになる）。また、普段、余剰資金を日銀当座預金に眠らせっぱなしにしている金融機関の場合、それが長期化してくると、少々のレート上昇では資金運用に乗り出してこなくなってしまう。少々の利息収入のために不慣れた事務フローが発生するのを嫌がるからである」。

そのうえで加藤は、「仮に日本国債の格付けが一段と低下し、国債相場に対して市場が非常に神経質になっている場合」、「短期国債の入札において」、「交付税特別会計借入入札の金利高騰のようなケースが発生すれば、それをきっかけとして長期債相場がパニックを来す恐れは十分考えられる」と説く。「もともと大量の国債を市場で円滑に消化するためには、効率的で厚みのある短期市場の存在が必要不可欠である。短期市場での資金調達が安心してできるからこそ、債券ディーラーは国債のポジションを取ることができる」。「量的緩和策の長期継続で今後、短期市場の厚みが失われると、国債の低利による安定的発行が困難になってくる最悪の事態も考えられる」というのである。<sup>②</sup>



量的緩和による短期金融市場の機能低下については、翁邦雄も次のように論じている。ゼロ金利下では、「短期金融市場の出し手もブローカーも時間の経過とともに、次第に撤退していくことになる。そのような状況では、急に資金手当てが必要になったとしても、インターバンク市場では、迅速確実に資金手当てができる保証がなくなってくる」。「市場が頼りにならず、資金繰りにリスクがある金融機関がどうすればよいか。日本銀行当座預金を大量に積み上げて、いざという場合に備えておけばよい。長期的緩和を拡大させていくプロセスはナノ金利でマーケットを壊し、予備的動機をつくり出して、そのことで量的緩和を拡大するというものになっていく。それは、積極的に大胆な日本銀行のイメージにはつながるが、そして実益があるわけではない」<sup>(53)</sup>。

要するに、二〇〇〇年代前半に日本銀行は量的緩和を積極的に拡大していったというよりも、実は金利をゼロにするのに必要な資金量が徐々に切り上がったことから、ゼロ金利を維持するために、量的緩和を拡大せざるを得なくなったと見ることができるのである。清水功哉の説明によると、量的緩和導入後、金融機関は、コール市場で（金融機関同士で）資金の貸し借りを行うのではなく、日本銀行から資金を調達するようになった。そこで日本銀行が資金供給を増やすと、金融機関はそれで資金需要を満たしてしまうため、コール市場での取引が減る。このためゼロ金利を維持するには、日本銀行がさらに資金供給を行わなければならない。つまり、当座預金残高は増やされ、そうするとますますコール市場が縮小するという「逃げ水現象」が起きていたという。この結果、量的緩和導入後、福井が総裁に就任するまでの二年間で、コール市場残高が二七兆円から一五兆円へと大きく落ち込むのと並行して、日本銀行の資金供給規模を示す当座預金残高は五兆円から二〇兆円以上へと増加していったのである<sup>(54)</sup>。まさにマーケットが壊れ、日本銀行が資金配分を行う、社会主義的市場が出現していたのである。

当座預金残高の量だけを見て金融緩和が進んでいると判断する経済学者とは異なり、金融調節を担当する日本銀

行政政策担当者は、この事情をよく認識していたのである。これは現場知に基づく判断であった。

④ 長期国債買い切りオペのリスク

量的緩和策に効果がなかったとする主張に対して、一部のリフレ派は、財務省の巨額の為替介入と、それに合わせた日本銀行の量的緩和の拡大というリフレーション政策によって、景気は回復したと主張する。その主張の是非については、先に検討した通りである。

一方で、より大規模に長期国債買い切りオペを行ったり、リスク資産の購入に踏み切ったりしていれば、デフレ脱却が可能になったと主張する論者もいる。こうした考えに対し、日本銀行はどのように考えていたのかを、次に検討しておく。

まず、翁邦雄・白塚重典・藤木裕が二〇〇〇年に公開した論文を見ておこう。彼らは、「従来の長期国債買い切りオペを量的に徐々に拡大していく」ことで、ポートフォリオ・リバランス効果を経済全体に浸透させ、長期金利を引き下げるといふ考え方を「マイルドな長期国債買い切りオペ」と呼ぶ。それに対して、「緩和効果をより劇的なものとするよう、これまでの長期国債買い切りオペとの目的の違いを強調し、大規模かつ積極的なオペを実施する」ことで、ポートフォリオ・リバランスの効果だけではなく、民間部門の期待形成にも積極的に変化を及ぼし、そのことを通じて外部資金プレミアムを低減させクレジット・チャネルの活性化をも狙う考え方を「アグレッシブな長期国債買い切りオペ」と呼ぶ。そのうえで、それぞれの効果と副作用について検討している。

まず前者の効果についてであるが、「ポートフォリオ・リバランス効果のみに期待する場合、外部資金プレミアムを左右する期待形成への影響は弱いので」、「銀行の貸出行動への効果は限定的である」と見る。また、「名目長

期金利はポートフォリオ・リバランス効果で一旦低下し、その後は景気回復の期待にあわせて、期待インフレ率の上昇とともに徐々に上昇する、というのが期待し得る最大限のシナリオとなるだろうが、「オベの実施から物価・実体経済活動への波及までには、かなり長いタイムラグがある公算が高く、かつその効果には不確実性が極めて大きい」と見ている。このため彼らは、「ゼロ金利政策の時間軸効果が強化されなにか長期金利上昇を押さえることの方に期待が持てる可能性さえある」としている。

さらに、前者のリスクとして、「マイルドであるがために効果が観察されず、オベが長期化し」た結果、「日本銀行のバランスシートに国債が累増」し、「長期的財政負担を引き起こす」ことで、「期待インフレ率以上に長期金利を押し上げる可能性がある」と論じている。

次に後者の効果についてであるが、「その波及経路として、期待への働き掛けに大きな力点をおくものであるだけに、極めて不確実性が大きく、一か八かの賭けに近い、ハイリスク・ハイリターン政策オプシオンとならざるを得ない」としている。

さらに、後者のリスクとして、第一に、長期金利を急騰させるリスクがあるとす。大規模な買い切りオペレーションの増額が財政規律の喪失と受け止められたり、中央銀行の国債引き受けと実質的に同じ、との認識が生まれた場合には、日本国債の格下げが進行する可能性が高く、また「インフレ見通しについての不確実性が増大すれば、インフレリスク・プレミアムは上昇する」。「これらの二つの要因から、長期金利を期待インフレ率以上に急騰させ、財政をより大きな困難に直面させることも考えられる」というのである。

第二に、「日本銀行が大きなキャピタル・ロスを蒙る」リスクがあるとす。「すなわち、『デフレ懸念が払拭されるまではゼロ金利にコミットしつつ、物価安定の範囲内でプラスのインフレ率を目指す』というコミットメント

が仮に信認されれば」、それは、「『長期金利の上昇と、ゼロ金利の維持（少なくともイールド・カーブの逆転は起さない）』、すなわち、『日本銀行が大きなキャピタル・ロスを蒙る』ことが市場の期待に当初から織り込まれることと同じ」だからである。

「これに対しては、日本銀行の納付金が減少する」としても、政府部門と中央銀行のバランスシートを統合してみれば些細な問題だ、という見方もある。だが、「物価安定の範囲内のインフレ率を維持するため、いずれアグレッシブな長期国債買い切りオペによって供給されたマネタリーベースを吸収しなければならぬと考えると、財政負担は、単なるキャピタル・ロスの一時のロスにとどまらない」。「マネタリーベースを回収する時点では、日本銀行がバランスシートに持っている国債価格は暴落しているので、これを売り切ることによって追加的に供給されたマネタリーベースを完全に回収はできない可能性が大きい。この場合、日本銀行は、保有する長期金融資産を追加的に売り切り、資金回収を図る必要性に迫られることになる」。この結果、「政府債務の市中残高をかえって増加させる可能性が大きい」のである。これは、いわゆる「出口政策」の問題である。この論点については、第八節で検討する。

くわえて彼らは、「ゼロ金利下の追加的な中央銀行の金融緩和の結果として、財政当局が非常に低い金利で資金調達ができる、という状況が生まれ、その期待形成が持続することは、政府債務の調達計画により楽観的な想定をもたらし得る、という副作用」にも言及している。この結果、財政収支の改善が進まなくなると、「財政の先行きに対する市場の懸念は、名目長期金利のリスク・プレミアム上昇を引き起こし、国債の追加発行を徐々に困難にさせていく可能性がある」というのである。<sup>55)</sup>

次に、日本銀行エコノミストの翁邦雄・小田信之が二〇〇〇年に公刊した論文も見ておこう。彼らは、中長期国

債買い切りオペの増額について、否定的な主張を行っている。

第一に、「政府債務の持続可能性が疑われる」状況で中長期国債買い切りオペの増額を行った場合である。この場合、「貨幣発行による財政のファイナンス」と認識される可能性が高く、「国債のリスク・プレミアムが上昇し、借換を含めて新規国債の発行コストが激増するリスクがある。また、既存国債の価格が急落すれば中央銀行の総資産価値も大きく減少し、見合い資産への不安から中央銀行券への信認も損なわれる可能性がある。その場合には、貨幣価値の減少を招いてコントロール不可能なインフレーションが発生するリスクがある」。したがって、これは行うべきではないとする。

第二に、「政府債務の持続可能性が疑われていない状況下で」、「中長期国債買い切りオペを積極化」させた場合である。この場合、「需給引締まりから長期金利のリスク・プレミアムが低下する効果が期待される」。「ただし、超過準備が恒常化し名目長期金利の低下余地が限られている状況のもとでは、こうした効果の大きさは限定的であろう」としている。また、ポートフォリオ・リバランス効果についても、ローン・社債の残高が増加する量的効果と、クレジット・スプレッドが縮小する価格効果が現れるものの、「経済主体（特に金融仲介機能を担う金融機関）のリスク回避度が極めて高いという一九九九年中の日本のような状況」では、「その効果が小さなものにとどまる場合もある」とする。

このように効果は小さい一方で、中長期国債買い切りオペには、「中央銀行にとって（従って、最終的には国民にとって）経済的なコストが発生する」というリスクがある。「景気回復局面でマネーを吸収する際には既に中長期金利が上昇していることから、長期国債売却オペを実行すると中央銀行の債券ポジションの含み損が顕現化して損失が発生する」からである。<sup>56</sup>これは、いわゆる「出口政策」の問題である。この論点については、第八節で検

討する。

要するに長期国債買い切りオペは、その効果は不確実であるし、長期金利を上昇させるリスクや日本銀行の財務の健全性を損ねるリスクが高いことから、デフレ・スパイラルに陥るような状況でもない限り、大規模に実施すべきではないというのが日本銀行エコノミストの考えであった。

ここで長期国債買い切りオペのリスクとして、日本銀行の財務の健全性が挙げられている。日本銀行は、中央銀行の財務の健全性が損なわれることで、財政危機やコントロール不可能なインフレが発生する恐れがあると主張する。このことについて軽部謙介は、「お札を発行する中央銀行の資産が劣化すれば、通貨価値も不安定にならざるを得ない。そのために、日銀は財務の健全化を常に考えねばならないのだと、事務当局者たちは入行以来教えられてきた」としている。<sup>(57)</sup>

これに対して、ある財務省高官は、「日銀は二言目には、そんなことをやると中央銀行のバランスシートが劣化し通貨の信認が揺らぐと言う。でも国民にとって大事なのは日銀の庭先ではなくて日本経済の方だ」と批判する。<sup>(58)</sup> リフレ派も日本銀行に対し、同様の批判を行っていた。リフレ派は、日本銀行が長期国債を大規模に購入することで長期金利は抑制できるし、それにより経済成長率を高めれば、税収が増えるため、財政危機も起きない、さらにインフレ数値目標を導入すれば、インフレもコントロールできると考えるのである。

この意見対立は、長期金利がどのように決まるのかという学問知、さらに中央銀行が長期金利をコントロールできるかできないか（また、すべきかすべきでないか）という、学問知もしくは哲学の相違に基づくものである。<sup>(59)</sup> 一方で、日本銀行が国会の承認を経ずして納税者負担につながるような政策を実施してよいのかという問題にも関わってくる。この論点は、次項で検討する。

## ⑤ リスク資産の購入

リフレ派は、先述したように長期国債だけではなく、社債やCP、株や不動産（個別の株や土地を買うことは特定の企業や土地所有者に補助金を出すのと同様のことになるため、株価指数連動型上場投資信託（ETF）や不動産投資信託（J-REIT）が購入対象として挙げられることが多い）など、リスク資産（非伝統資産）の購入を提案していた。これに対し日本銀行は、財務の健全性という観点から、リスク資産の購入についても慎重であった。このことに関する日本銀行の考え方について、さらに見ておこう。

白川方明は、非伝統資産の買い入れが景気・物価に対して刺激効果を有するかどうかという有効性の観点からして、非伝統資産の買い入れには否定的である。白川は、マネーの量を増やすことの効果については否定的であるし、また、「規模の小さい市場であればアグレッシブな購入がわずかな価格変化をもたらす効果は否定できないが、発達した金融市場においては長期間にわたってファンダメンタルな要因で規定される価格水準から乖離した水準に価格を誘導できるとは考えにくい」としている。

さらに白川は、「中央銀行法で許容される業務であるかどうかという適法性の観点」からしても、非伝統資産の買い入れを否定する。その際に白川は、二〇〇一年一〇月に山口泰副総裁が行った講演での発言を引用している。「中央銀行がアグレッシブに色々な資産を購入するというのは、金融政策という形はとりながらも、ロス負担、つまりは納税者の負担を覚悟したり、ミクロ的な予算配分に関わるという意味で、実質的には中央銀行が財政政策の領域に近いことを行うことを意味しています。しかし、中央銀行がそうしたことを行うことが許されるかどうかという問題があります（中略）中央銀行に対し、どのような資産でも購入するということを求める場合には、そして、それが大規模なものになればなるほど、そうした資産の買入れは実質的には国会の議決を経ない財政政策に近い性

格を有するということを明確に認識する必要があります。そのことを認識した上で、経済の状況に照らし、その是非を考えるとというのが議論の筋道であるように思います<sup>(60)</sup>。

翁邦雄も二〇一一年に刊行した著書で、リスク資産の買い入れにより「日本銀行のバランスシートに自己資本を超える大きな穴があくリスクがあり、それは納税者負担につながる。そうしたことを日本銀行の裁量でどこまで拡大できるのかという問題がある」と論じ、同じく山口の発言を引用している。また、二〇〇三年六月に福井俊彦総裁が日本金融学会で行った「金融政策運営の課題」という講演での発言を引用し、「自己資本で吸収できる範囲内のリスクにとどめることを裁量が許される基準とする考え方を示している」と評している<sup>(61)</sup>。

さらに翁邦雄は、二〇一五年に刊行した著書で、福井の講演を再び引用しながら、次のように論じる。「中央銀行が財務の健全性にこだわることに対し」、「一部の経済学者」は、「中央銀行は、銀行券を発行できるのだから、仮に債務超過に陥っても商業銀行のように破綻することはなく、業務は継続できる」として、異論を唱える。だが福井によると、「中央銀行が自己資本基盤にこだわるのは、必ずしも純粹に経済理論的な動機に立脚しているからではなく、それは、むしろ、より広い政治経済学的な知恵だからだ」という。「中央銀行は与えられた自己資本の範囲内でリスクをとるべき」という箍を外すと、途端に、中央銀行の機能と政府の機能との境目が不明確になってしまう、というのである。つまり、中央銀行がリスク資産を購入した場合、第一に、「中央銀行収益減少に伴う納付金削減」が生じることがあり、「これは、最悪の場合損失補填のための政府出資を通じて納税者の負担につながる」。第二に、「買い入れ資産の選択如何によってはミクロの資源配分にも影響を与える可能性がある」。「それは、結果的に中央銀行が財政政策の領域に非常に近いところへ入り込んでしまうことを意味する。民主主義国家においては、国民の税金は、議会の予算承認を経て、財政支出という形で使われるのが一般的ルールであり、市場メカニ



ズムによらない政策的な資源配分は、基本的に政府の役割になる。そうである以上、リスク資産の買い入れには、中央銀行自身が節度を持って臨むことが大切になる」。そこで「結局、中央銀行は、やや長い目で見て適正な自己資本の水準を保つことを目途とし、その範囲内で情勢に即して機動的に行動すべきなのではないか」というのが、この時点での福井の結論だといふ。<sup>(62)</sup>

#### ⑥ 包括的な金融緩和の実施

ところが、量的緩和政策には効果はなく、副作用も大きいと主張してきた白川は、総裁として、長期国債買い切りオベの増額、さらにリスク資産の購入に踏み切らざるを得なくなる。

二〇〇九年十二月十九日の金融政策決定会合で日本銀行は、企業金融支援としてCPの買い切りを決めた。当時の新聞報道によると、これまで日本銀行はCP買い切りについて、①その企業の経営が悪化した際に日本銀行が損失を被ることになり、結果として納税者に負担を生じさせる可能性がある、②個別企業に対するマイクロな資源配分への関与が深まってしまふ、③損失発生により日本銀行の財務の健全性が損なわれれば、通貨の信用を損なう可能性がある、という三つの理由から、これを「禁じ手」とし、一定期間内に売り戻すことを条件に一時的に金融機関から買い入れる「現先オベ」にとどめてきた。だが、「異例中の異例。経済、金融が厳しいがゆえの措置だ」（白川）として、時限的措置として買い切りを決めたのである。

くわえて、長期国債の買い切り額を現行の毎月一兆二〇〇〇億円から一兆四〇〇〇億円に増額することなども決めた。もともと白川は、今回の政策は二〇〇一年から二〇〇六年にかけて実施した量的緩和政策とは異なると説明し、「ベースマネーを拡張することで景気刺激をするという考え方を取っている人は（政策委員には）いない」と

も述べている。<sup>(63)</sup>

さらに、二〇一〇年三月一日の金融政策決定会合で日本銀行は、長期国債の買い入れ額を四〇〇〇億円増やして毎月一兆八〇〇〇億円とすることを決めた。だが日本銀行は、長期国債の保有残高が大幅に増えることには問題があると主張し続ける。

第一に、長期国債を大量に保有していると、将来、金融引き締めに転じたときに、市場で国債を大量に売却しなければならず、長期金利が高騰する恐れがあるというのである。これは、いわゆる「出口政策」の問題である。この論点については、第八節で検討する。

第二に、国債の野放図な買い増しが、政府の財政規律を歪める恐れがあるというのである。このため日本銀行は、国債のさらなる買い増しには抵抗する構えであった。<sup>(64)</sup> 四月六・七日の金融政策決定会合で政策委員たちは、「銀行券ルール」は円滑な金融調節を行うために必要という認識で一致する。<sup>(65)</sup>

「銀行券ルール」とは、日本銀行が保有する長期国債の残高は、銀行券発行残高を上限とするというもので、財政ファイナンスと受け取られないための歯止めとして、二〇一〇年三月に量的緩和策を導入した際に決定していた。この時点での銀行券発行残高は七六兆円、国債保有額は四六兆円で、白川は、「このペースで買い続けると」数年のうちに銀行券ルールの上限に近接する可能性がある。さすがにここまで増やすと、追加的な買い入れ措置はかたがた限定される、「銀行券ルールの見直しはまったく考えていない」と説明している。<sup>(66)</sup> 財政ファイナンスについても、第八節で検討する。

しかし、二〇一〇年一〇月五日の金融政策決定会合で日本銀行は、「ゼロ金利政策」、「時間軸政策」を導入し、さらに、従来の「固定金利方式・共通担保資金供給オペレーション」による貸付三〇兆円に、資産買い入れ資金五

兆円をくわえた「資産買入等の基金」をつくることを決めた。買入れ対象資産は、一・五兆円は長期国債、二兆円は短期国債、一兆円はCPや社債、五〇〇〇億円はETFとJ-REITとされた。

これまで日本銀行は、リスク資産を購入して日本銀行のバランスシートが悪化すれば通貨の信認が損なわれるとして、ETFやJ-REITは購入資産の対象外にしてきた。だが今回は、「異例の措置」として導入を決定したのである。白川は、複数の政策を同時に打ち出して「パッケージで効果を最大限に高める」と説明し、今回の決定を「包括的な金融緩和」と表現した。<sup>(67)</sup>

当時の新聞報道によると、日本銀行は、次のように考えていたという。すなわち、リスク資産を購入して損失を被れば、日本銀行の国庫納付金、つまり政府収入が減るのであり、政府が財政資金でリスク資産を購入すると同じことである。それゆえ、リスク資産の購入は中央銀行の仕事ではなく国民の負託を受けた政府の仕事なのである。これは、民主主義体制下における中央銀行のあり方に関する日本銀行の価値観・哲学に基づく考えと言えよう。くわえて白川は、「リスクのある資産の買い取りも『日銀資金という』資源の配分がゆがむ、不公平」と慎重だった<sup>(68)</sup>という。これは市場の資源配分機能を重視する学問知に基づく考えである。けれども日本銀行は、こうした政策の実施にまで追い込まれてしまった。これ以降の追加緩和は、「資産買入等の基金」の増額によって行われることになる。

とはいえ白川は、自ら否定していたリスク資産の購入に追い込まれながらも、ぎりぎりのところで政府と日本銀行の役割分担にこだわっていた。白川は、「資産買入等の基金」について、朝日新聞のインタビューで次のように答えている。「金融市場に資金を供給することが中心の金融政策は中央銀行が担い、個別の資金配分への介入の度が強く、損失の可能性もある財政政策は政府が担うというのが、民主主義社会における基本的な役割分担だ。

確かに今回決めた内容は伝統的な金融政策ではなく、財政政策の色彩を帯びた領域に一步近づいている。だからこそ基金という形で管理し、効果と副作用について、日銀だけでなく国民や市場参加者も点検できる仕組みをきちんとつくることにした<sup>(69)</sup>。

だが、「資産買入等の基金」での長期国債買い入れは、「銀行券ルール」とは別枠とされ<sup>(70)</sup>、長期国債の買い入れ額は増やされ続けた。その結果、二〇一二年八月一〇日には、日本銀行が資産として保有する長期国債の残高が六六兆四七〇九億円、「資産買入等の基金」にある残高が一四兆四九八八億円で、総額八〇兆九六九七億円となり、ついに紙幣発行残高八〇兆七八七六億円を上回ってしまう、事実上の「銀行券ルール」違反となってしまった<sup>(71)</sup>。

【付記】 本研究は、平成二五―二七年度科学研究費 基盤研究(A)「公共政策の総論的分析」(研究代表者 真淵勝、課題番号 二五二四五〇一九)による研究成果の一部である。

- (一) Paul Krugman (1998) "It's Baack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap," *Brookings Papers on Economic Activity* 2: 137-203.
- (二) 清水功哉 (二〇〇四) 『日銀はこうして金融政策を決めている——記者が見た政策決定の現場』 日本経済新聞社、九〇頁。
- (三) 以上、軽部謙介 (二〇〇四)、前掲書、七二―八〇頁。
- (四) 軽部謙介 (二〇〇四)、前掲書、九五―九六頁。
- (五) 藤井良広 (二〇〇四) 『縛られた金融政策——検証日本銀行』 日本経済新聞社、一二一―一二三頁、清水功哉 (二〇〇四)、前掲書、七七―七八頁。より詳しい説明は、植田和男 (二〇〇五) 『ゼロ金利との闘い——日銀の金融政策を総括する』 日本経済新聞社、を参照。

- (6) 軽部謙介 (二〇〇四)、前掲書、八〇頁。
- (7) 翁邦雄の以下の論述を参照。「友人の経済学者に『日本銀行総裁をやってみたい。就任したらまず公定歩合を一〇〇%にする。一体どういう形で経済がこれに適応ないし崩壊するのかみてみたい』と言っていた人物がいるが、学者としての知的好奇心は理解できるとしても、政策波及効果を確認するために一つしかない日本経済を破滅させる訳にはいかないのである」。翁邦雄 (一九九三)、前掲書、八六—八七頁。
- (8) 軽部謙介 (二〇〇四)、前掲書、八〇頁。
- (9) 福井俊彦「短期金融市場の機能の向上に向けて——短期金融市場フォーラムにおける総裁挨拶」日本銀行ウェブサイト ([http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2007/ko0703a.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2007/ko0703a.pdf)) (二〇一五年九月五日最終確認)。
- (10) 白川方明 (二〇〇八)、前掲書、三六七頁。
- (11) 安達誠司 (二〇一三)、前掲論文、九一頁。
- (12) 軽部謙介 (二〇〇四)、前掲書、一七四頁。
- (13) 翁邦雄・白川方明・白塚重典 (二〇〇〇)「資産価格バブルと金融政策——1980年代後半の日本の経験とその教訓」日本銀行ウェブサイト、日本銀行金融研究所デイスカッション・ペーパー・シリーズ、No. 2000-11、二一頁 (<http://www.ines.boj.or.jp/research/papers/japanese/00-11.pdf>) (二〇一五年一〇月五日最終確認)。同論文は、香西泰・白川方明・翁邦雄編 (二〇〇二)『バブルと金融政策——日本の経験と教訓』日本経済新聞社、に所収。翁邦雄は後にも、バブル生成熟期の金融政策について、「最大の問題は、その時点での金利が低すぎたということよりも、低金利予想を定着させてしまった点にある」と論じている。翁邦雄 (二〇一一)、前掲書、一一二頁。
- (14) 『朝日新聞』二〇〇四年七月六日付朝刊。
- (15) 福井俊彦「わが国経済の展望と金融政策——内外情勢調査会における福井総裁講演要旨」日本銀行ウェブサイト ([https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2007/ko0705a.htm/](https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2007/ko0705a.htm/)) (二〇一五年九月五日最終確認)。
- (16) 白川方明 (二〇〇八)、前掲書、三九九—四〇一頁。
- (17) 『朝日新聞GLOBE』第六号、二〇〇八年二月二日付。
- (18) 白川方明 (二〇〇八)、前掲書、四一〇—四一四頁。白川は日本銀行総裁として、二〇一二年二月には、消費者物価

- の1%上昇を目指すとした「中長期的な物価安定の目途」の導入に追い込まれる。しかし、その際には、「ただし、金融面での不均衡の蓄積を含めたりリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないことを条件とする」という文言を付け加えることで、金融政策の柔軟性を確保しようとした。第七節第三項を参照。
- (19) 『朝日新聞GLOBE』第六号、二〇〇八年二月三日付。
- (20) 『朝日新聞』二〇〇八年一月一日付朝刊。
- (21) 『朝日新聞GLOBE』第六号、二〇〇八年二月三日付、『朝日新聞』二〇〇八年二月二〇日付朝刊。
- (22) 『朝日新聞』二〇一〇年一〇月六日付朝刊。
- (23) 安達誠司 (二〇一三)、前掲論文、八五—八六頁。
- (24) 安達誠司 (二〇〇五) 『デフレは終わるのか』東洋経済新報社、若田部昌澄 (二〇〇五) 『改革の経済学——回復をもたらず経済政策の条件』ダイヤモンド社、竹森俊平 (二〇〇六) 『世界デフレは三度来る 下巻』講談社、などを参照。
- (25) 翁邦雄・白塚重典・藤木裕 (二〇〇〇) 『ゼロ金利下の金融政策——中央銀行エコノミストの視点』日本銀行ウェブサイトに、日本銀行金融研究所デイスカッション・ペーパー・シリーズ、No. 2000-J-10<sup>1)</sup>、八一—九頁 (<http://www.jmes.boj.or.jp/research/papers/japanese/00-J-10.pdf>) (二〇一五年九月四日最終確認)。
- (26) 二〇〇九年二月から政府短期証券 (FB) は割引短期国債 (TB) と統合され、国庫短期証券 (T-Bill) という名称になっている。
- (27) 以上の説明は、白川方明 (二〇〇八)、前掲書、二九—二九四頁、による。それゆえ白川は、二〇〇三年から二〇〇四年春にかけての為替市場での大量の外貨買い介入が、日本銀行当座預金残高目標の引き上げに寄与したとする見解を否定している。外貨買い介入と、そのファイナンスのためのFB発行が相殺しあうため、外貨買い介入が当座預金残高の増加につながるとは考えられないからである。同書、三五七—三五八頁。
- (28) 貞廣彰 (二〇〇五) 『戦後日本のマクロ経済分析』東洋経済新報社、二六八—二七一頁。日本経済新聞記者の清水功哉も、「日銀は厳密な意味での『非不胎化政策』を採用したわけではない」、「当座預金残高の増加額と介入額の動きも、日々細かく見れば完全に一致してきたわけではない」としている。清水功哉 (二〇〇四)、前掲書、一〇九頁。
- (29) もっとも、急速に進行する円高を阻止するため、円売りドル買いの為替介入に踏み切った二〇一〇年九月一五日に、

日本銀行は介入で出回る資金を吸収せずに放置し、さらに、金融市場に潤沢な資金供給を行っていくとの総裁談話を発表している。『朝日新聞』二〇一〇年九月一六日付朝刊。これは、日本銀行が「非不胎化介入」の有効性を認識して、そうした政策を実施したわけではなく、「非不胎化介入」には効果があると信じている投資家の円買いドル売りを防ぐため、そのアナウンスメント効果に期待して行ったものと考えられる。

(30) 翁邦雄(二〇一五a)、前掲書、四五一―四六頁。

(31) 翁邦雄(二〇一五a)、前掲書、四五―四六頁。

(32) 上川龍之進(二〇一〇)、前掲書、二六二―二七五頁。

(33) 日本銀行(一九九九)「当面の金融政策運営に関する考え方」一九九九年九月二二日付。日本銀行ウェブサイトを参照([http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_1999/k990921a.htm](http://www.boj.or.jp/announcements/release_1999/k990921a.htm)) (二〇一五年九月二二日最終確認)。また、『朝日新聞』一九九九年九月二二日付朝刊、清水功哉(二〇〇四)、前掲書、一〇六頁、も参照。

(34) 日本銀行法第四〇条では、「外国為替相場の安定を目的とする外貨購入」は、財務省の委託に基づく為替介入しか認められていない。このため、日本銀行の判断で外債を購入するには、円安誘導ではなく円資金の市場への供給という目的が前面に出された。

(35) 翁邦雄は、二〇〇一年七月一九日のブルームバーグによるインタビューで、日本銀行は外債購入を検討してもよいのではないかと述べた。これには大きな反響、ないし強い反発があったという。翁邦雄(二〇一五a)、前掲書、四六頁。

(36) 以上、清水功哉(二〇〇四)、前掲書、一九六―二〇二頁。

(37) 白川方明、翁邦雄ともに、円安誘導を目的とした為替介入や外債購入は、実施困難だとしている。さらに白川は、そうした業務は、そもそも日本銀行法では許容されていないとも論じている。白川方明(二〇〇八)、前掲書、三七〇頁、翁邦雄(二〇一〇)、前掲書、二五二―二五四頁。

(38) 白川方明は、外貨資産も含めた非伝統資産(リスク資産)の購入に関して、「発達した金融市場においては長期間にわたってファンダメンタルな要因で規定される価格水準から乖離した水準に価格を誘導できるとは考えにくい」と論じる。さらに、「円安誘導を目的とした外貨資産の購入の効果については、上述の「議論がそのまま当てはまる」としている。

白川方明(二〇〇八)、前掲書、三六九―三七〇頁。

- (39) 日本銀行(一九九九)、前掲ペーパー。また、『朝日新聞』一九九九年九月三日付朝刊、清水功哉(二〇〇四)、前掲書、一〇六頁、も参照。
- (40) 翁邦雄・白塚重典・藤木裕(二〇〇〇)、前掲論文、八―九頁。
- (41) 以下、藤井良広(二〇〇四)、前掲書、二〇五―二〇六頁。
- (42) 以下、藤井良広(二〇〇四)、前掲書、二二五―二三六頁。
- (43) 白川方明(二〇〇八)、前掲書、三二八―三二九頁。
- (44) 藤井良広(二〇〇四)、前掲書、二二二―二三三頁。
- (45) 軽部謙介(二〇〇四)、前掲書、二二二―二三三、二三七―三三二頁。
- (46) 軽部謙介(二〇〇四)、前掲書、二二八頁。
- (47) 軽部謙介(二〇〇四)、前掲書、二二二頁。
- (48) 軽部謙介(二〇〇四)、前掲書、二二九頁。
- (49) 軽部謙介(二〇〇四)、前掲書、二二三、二二九頁。
- (50) 翁邦雄・白塚重典・藤木裕(二〇〇〇)、前掲論文、一四―三九頁。なお白川方明は、量的緩和の大幅な増加を実現した方法について、次のように説明している。「ゼロ金利の下では、短期資産の買いオペはゼロ金利の当座預金と、限りなくゼロに近い金利水準の金融資産との交換となるため、オペレーションへの金融機関の応募は当然減少する。実際、量的緩和と政策採用期間中、時期によってオペレーション予定額に実際の応募が満たない事態(いわゆる『札割れ』)が頻発した。」「そのような状況の中で民間経済主体による中央銀行当座預金保有を増加させるためには、金融機関が中央銀行の資金供給オペレーションに応じることが有利であるという状況を作り出す以外に方法はない」。そこで日本銀行がとった「第一の方法は手形オペの期間の長期化で」、「第二の方法は」「長期国債の買い入れ増加であった」。白川方明(二〇〇八)、前掲書、三五四―三五七頁。
- (51) 以上、白川方明(二〇〇八)、前掲書、三四四―三六九頁。
- (52) 加藤出(二〇〇二)『日銀は死んだのか?―超金融緩和と政策の功罪』日本経済新聞社、二七―二八、四六―四八頁。
- (53) 翁邦雄(二〇一一)、前掲書、二〇一頁。



- (54) 清水功哉 (二〇〇四)、前掲書、三四—三六頁。
- (55) 翁邦雄・白塚重典・藤木裕 (二〇〇〇)、前掲論文、一四—三九頁。
- (56) 翁邦雄・小田信之 (二〇〇〇)「金利非不制約下における追加的金融緩和策——日本の経験を踏まえた論点整理」『金融研究』第一九卷第四号 (二〇〇〇年二月)、一四五—一八六頁。
- (57) 軽部謙介 (二〇〇四)、前掲書、三八頁。
- (58) 軽部謙介 (二〇〇四)、前掲書、二四四頁。
- (59) 長期金利がどのように決まるのかについての日本銀行の考え方については、本節第一項で引用した白川方明の論述を参照。
- (60) 白川方明 (二〇〇八)、前掲書、三六九—三七〇頁。
- (61) そのうえで、「ただ、日本銀行の自己資本は、総額たかだか五兆円強にすぎない」、「その自己資本額に制約された施策である以上、仮に自己資本全額に見合うリスクをとったとしても、デフレからの脱却を支援することはできないにせよ、デフレ脱却を実現したり毎期到来する永続的な負の人口オーナシックスショックを相殺し続けることを約束するものであることは期待できないだろう」としている。以上、翁邦雄 (二〇一一)、前掲書、一三五—一四二頁。
- (62) 翁邦雄 (二〇一五)、前掲書、一七〇—一七二頁。
- (63) 『朝日新聞』二〇〇八年二月二〇日付朝刊。
- (64) 『朝日新聞』二〇〇九年四月一日付朝刊。
- (65) 『朝日新聞』二〇〇九年五月九日付朝刊。
- (66) 『朝日新聞』二〇〇九年三月一八日付夕刊、同一九日付朝刊。
- (67) 『朝日新聞』二〇一〇年一月六日付朝刊。
- (68) 『朝日新聞』二〇一〇年一月六日付朝刊。
- (69) 『朝日新聞』二〇一〇年一月二日付朝刊。
- (70) 『朝日新聞』二〇一二年四月二七日付夕刊、同一八日付朝刊。
- (71) 『朝日新聞』二〇一二年八月二五日付朝刊。