

# 「量的緩和」後の金融政策

齊 藤 美 彦  
陳 迅

## 要 旨

日本銀行は2001年3月以降、いわゆる「量的緩和」政策を採用してきている。これは短期名目金利がゼロとなって以降の追加緩和を求める声により追い込まれて実施せざるをえなかった政策とみなすことができる。当初、「量的緩和」政策に求められていた効果としては、①ターム物金利・長期金利の低下効果、②ポートフォリオ・リバランス効果、③期待インフレ率を上昇させる効果、④円安効果、⑤資産価格上昇効果等があったが、①の効果以外は観察されていない。しかも①の効果にしても「ゼロ金利」の長期継続という期待からのものであり「量」による効果とは認められず、実際に「量的緩和」を拡大して以降長期金利が上昇する局面があった。

日本銀行はこれまで日銀当座預金残高目標を増額してきたが、それは自由に行えたわけではなく、一方で流動性不安を持つ金融機関による準備需要の増加、他方で日本銀行の資金供給技術の向上等によりかろうじて達成されてきたとあってよい面をもっている。そして当初から「量的緩和」がどのようなパスで实体经济により影響を与えるかが明確ではなかったが、「量的緩和」政策の実際はそのようなパスは存在しないことを明らかにした。

消費者物価指数の前年比上昇率がゼロ近傍に近づいてきていることから「出口政策」が意識されているが「量」の効果がなかった以上、その解除はそれほど難しいことではないはずである。そのためには日本銀行が「量」の緩和効果はなかったことを公式に認める必要がある。そのことにより「出口」の混乱はかなりの部分抑えることができるかもしれない。「量的緩和」という歴史の実験の失敗は金融関係の始点はベースマネーの供給ではなく、銀行の貸出により預金（マネー）が創造されることであることを認識することの重要性を教えてくれている。

## 目 次

はじめに

- I. 「量的緩和」政策の導入経緯
- II. 「量的緩和」政策の実際
  1. 資金需要の増大
  2. 日本銀行の資金供給技術の向上
  3. 外国銀行の日銀当座預金増加

## はじめに

バブル崩壊以降の日本の金融政策は緩和に継ぐ緩和を続けてきている。ゼロ金利政策の解除といってもそれは引締めへの転換ではなかった。こうしたなかで金融政策の運営主体である日本銀行には一貫して緩和が不十分であるという非難が浴びせ続けられてきた。それはバブルの時期に引締めを求める圧力があまりなかったのとは対照的である。景気が悪化し、大規模金融破綻が続き、さらに1990年代末以降消費者物価指数の前年比上昇率がマイナスとなるという事態もあり、日本銀行は2001年3月以降、いわゆる「量的緩和」政策を採用してきている。これは世界的にも歴史的にもあまり前例のない政策であり、おそらくはその効果について明確なパスが見出されて導入されたものではなかった。そして少なくとも現在までのところではポジティブな効果はみだされてはいないと思われる。また、本稿執筆時点において消費者物価指数（コア）の前年比上昇率はプラスとはなっていないが、ゼロ近傍には近づいてきており「出口政策」が論議の対象にもなっている。本稿では、以下で「量的緩和」政策の導入経緯およびそれがどのように実施されてきたかを検証した後に、その評価を行うこととした

III. 「量的緩和」政策の評価

1. ターム物金利・長期金利の低下
  2. ポートフォリオ・リバランス効果
  3. 市場メカニズムの麻痺
  4. 出口政策
- おわりにかえて

い。そのことにより短期金利をゼロにする以上の追加緩和政策を求める議論、デフレーションからの脱却のためにインフレーション・ターゲティング政策を求める議論に正当性があったのかを検証することとしたい。また、この間の議論は中央銀行の独立性とは何か、金融政策の守備範囲はどこまでか、効果が明確ではなく副作用のおそれがある政策は採用すべきか、不換銀行券の唯一の発行主体である中央銀行のバランスシートの健全性は重要か等々の問題点を浮かび上がらせてきている。本稿ではそのすべてに明確な回答を与えることはできないにしても一定の原則を提示できたらと考えている。

## I. 「量的緩和」政策の導入経緯

金融政策の操作目標として「金利」を採用するか「量」を採用するかは金融理論における古くからの論争問題であった。しかしながら実際の金融政策の運営においては各国中央銀行は「金利」（短期金融市場金利）を操作目標としてきた。「量（マネーサプライ）」を運営目標とするとした1979年のボルカー・ショックにしても、それは政治家等からの金利引上げに反対する圧力をかわすための方便であったとボルカー本人が日本経済新聞の「私の履歴書」において告白している<sup>1)</sup>。しかしながら標準的な金融論

の教科書においてはベースマネー・コントロールが書かれている。IS-LM 分析における LM 曲線を右側に移動させるという議論においてもベースマネーを中央銀行が供給するならばマネーサプライは増加するということが当然のこととして前提されている。1990年代前半におけるマネーサプライ論争は、標準的な金融論をベースとする非難に対して、金融政策の実務の立場からの反論がされ、そこから金融政策の始点（あるいは金融そのものの始点）は何かが問われたというのがその本質であったのではないだろうか。すなわちその際に意識されていたのは金融の始点は「銀行による貸出はそれ自体マネー（預金）の創造であるということであり、準備は結果として需要され、マクロ的なその不足に対しては中央銀行しかこれを供給できない」ということが認められるかということが問題の本質であったのである。

マネーサプライ論争の一方の当事者であった翁邦雄がゼロ金利政策期に発表した「ゼロインフレ下の金融政策について」（翁 [1999]）においては、マネーサプライを増やすためにリザーブを増やせばよいという考えは「無条件にうまくいくようには到底みえない」（翁 [1999], 127頁）とされている。「金融論の教科書にある最もシンプルな信用乗数論の世界では、銀行にとって貸出機会が無限にあるにもかかわらず、準備預金の制約で十分資金が貸せない、ということ想定しているので、中央銀行が準備を供給するとすぐ貸出が増え、結果として所要準備額が増えて超過準備がゼロになる。」（翁 [1999], 147頁）ここで準備増はそのことによって貸出が増加、これが銀行の預金創造（信用創造）により行われ、結果として所要準備が増加すると説明されていることは需要である。

市中銀行は超過準備を中央銀行券に換え、それをそのまま貸出す（そうすると超過準備は解消しないことに注意は必要であるが）わけではないのである。それはともかくとして近年の日本の状況は準備増即マネーサプライ増となるような状況ではないことは明らかである。したがって「中央銀行の当座預金にとどまっている限りは、何のリターンも生まない超過準備にどのような働きを期待しうのか」（翁 [1999], 127頁）というのは当然の疑問なのである。

しかしながら「量的緩和」政策は実施されてきている。それは2000年8月の「ゼロ金利」政策の解除以降の経済情勢が予想と違ったことにより、「ゼロ金利」政策へ戻らざるをえない情勢となったことに対するものとして出てきたものであるように思われる。「量」をターゲットとする政策は、日本銀行（これが何を意味するのかなり難しいが）自身が望んで進んで採用したというよりは、そこに追込まれたというのが実態であるように思われる。

もっとも「ゼロ金利」政策期において、「量的緩和」政策を主張していた日本銀行の審議委員は存在した。中原伸之審議委員（当時）は、物価目標を明示（インフレーション・ターゲティング）した上でのベースマネー・ターゲティング等の「量的緩和」政策の採用を主張していた。それに期待できる効果として、①ターム物金利の低下を通じての短期的な効果、②金融機関のポートフォリオ・リバランス効果（日本銀行が資金供給を増やせば、市中金融機関の超過準備が拡大するため、超過準備を抱える金融機関はいずれ資産構成を変化させ、日銀当座預金から、債券、株式、あるいは貸出を増やす可能性がある）、③期待インフレ率の上昇で、実質金利を低下させる効果（企業の設備投資が

刺激されGDPを押し上げることが期待される), ④為替を円安方向に誘導する効果(その理由としては、一部の機関投資家は為替売買に日米のベースマネーの絶対額の比率(いわゆるソロスチャート)を参考としている), ⑤株価が上昇することによる資産効果等を表明していた(中原[2002])。

しかしながら少なくともゼロ金利政策期まではこのような議論は日本銀行の審議委員のなかでは多数派ではなかった。ただし日本銀行の外部(経済学者、政治家、海外)においては「量的緩和」を求める声は、それが真に多数派であったかについては議論もあろうが非常に大きなものがあった。

その代表はクルーグマン[1998]であるが、日本銀行は長期間にわたり(15年間)ある程度のインフレーション(4%)を目標とすると公言することにより期待を変化させるべきとの提案である。そのための具体策としては結局のところベースマネーを増やすことが必要とのものであった。これは中央銀行はデフレをインフレにするために、長期的な目標を掲げ、そのためには長期国債の買い切りオペの増額だけでなく、土地でも株でも何でも買う、無責任となることを公言しなければならないというものである。その結果おそらくは金融政策と財政政策の境目はなくなるし、唯一の発券銀行である中央銀行のバランスシートは悪化する可能性が大きくなる。問題となっているデフレの害は日本経済を奈落の底に落としかねないものである以上、そのような点は気にしている暇はないはずである。そもそもインフレもデフレも貨幣的現象であることは明らかである以上、デフレであれば「お札を刷ればよい」(刷れば銀行券の市中保有残高が増えるかどうかは検討されてはい

ないが)はずであり、日本銀行は何をためらっているのだという声が大きくなっていった。

「ゼロ金利」政策解除後においてアメリカの景気後退の影響が日本に及んだこともあり、「デフレ懸念が払拭されていない」のに「ゼロ金利」政策の解除が行われたとの認識が強まり、日本銀行は追い込まれていった<sup>2)</sup>。単純に「ゼロ金利」政策への復帰という選択肢ではなく、2001年3月に「量的緩和」政策を導入せざるをえなくなり、その際にはかつて中原審議委員が述べていたような効果が期待されると表明したのであった。

## II. 「量的緩和」政策の実際

「量的緩和」政策が導入された当時、日本銀行の公式見解においては主に以下の4点が強調されていた。すなわち、第一に、金融市場調節の主たる操作目標を、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残高に変更したこと。第二に、この新しい金融調整を、消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで継続すること。第三に、日本銀行当座預金残高を所要準備以上に増やすことの結果、無担保コールレート(オーバーナイト物)が通常ゼロ%近辺で推移することが予想されること。第四に、円滑な資金供給が必要な場合には、銀行券発行残高を上限に長期国債の買い入れを増額することである。

こうした措置が取られてから、経済環境の変化に伴い、日本銀行は度重なる追加緩和を実施した(図表1)。これはゼロ金利政策とは異なり、大量の超過準備が日本銀行によって市中金融機関に供給されたということである。

図表1 日銀当座預金目標額の拡大

・2001年度
当座預金残高目標 5兆円（3月19日）
当座預金残高目標 6兆円（8月14日）
当座預金残高目標 6兆円超（9月18日） ※9.11同時多発テロ
当座預金残高目標10～15兆円（12月19日）
・2002年度
当座預金残高目標15～20兆円程度（10月30日） （福井総裁就任：2003年3月）
・2003年度
当座預金残高目標17～22兆円（4月1日）
当座預金残高目標22～27兆円（4月30日）
当座預金残高目標27～32兆円（5月20日）
当座預金残高目標30～35兆円（2004年1月20日）

ここで疑問が発生する。ベースマネーは中央銀行が供給しようと思えばいくらでもスムーズに供給できるものなのであろうか。日本銀行は「ゼロ金利」政策期において、短期金融市場金利をゼロ近傍に誘導しようとしたが、その際にはオペにより資金を供給しようとしても市中がこれに応じずにいわゆる「札割れ」に悩まされていたのではないだろうか。以下では、資金の需給関係の両面から、日本銀行の金融調節の実態について検証し、いかにして「量的緩和」が可能となったかをみることにする。

## 1. 資金需要の増大

「ゼロ金利」政策期において日本銀行が「ゼロ金利」という政策目標を守るためには、資金供給に四苦八苦していたことはよく知られている。その理由としては、しばしば市中金融機関の資金需要がないと説明されてきた。それでは、なぜ「量的緩和」に切り替えた以後、日銀当座預金目標が達成できたのであろうか。その

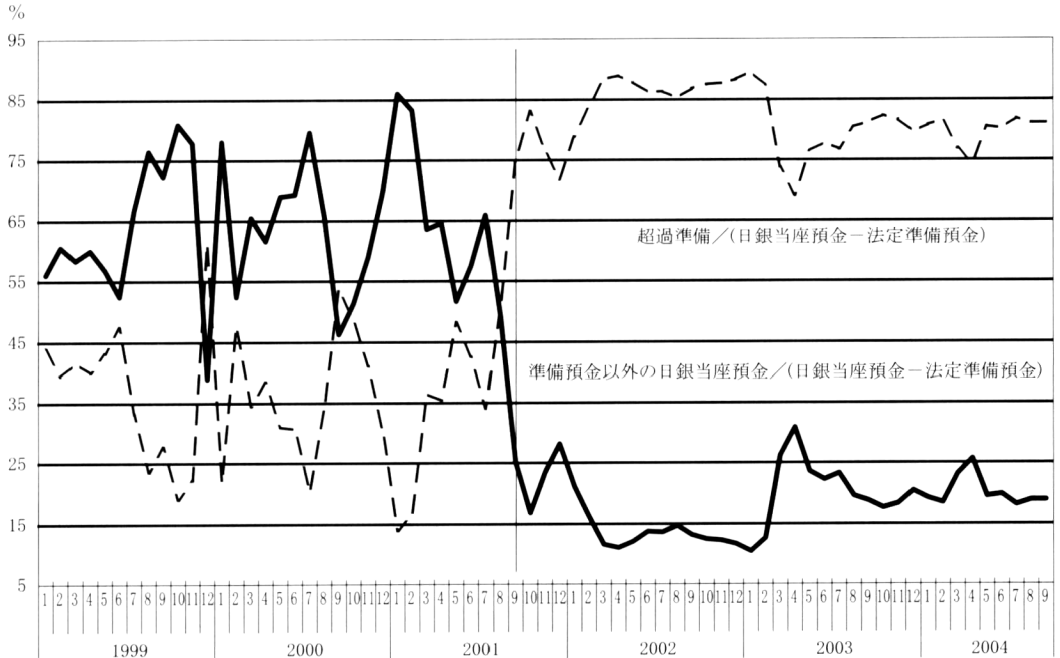
一番の理由としては資金需要の増大が指摘されている。

資金需要の増大の背景には、まず金融不安の高まりが挙げられる。周知のように、2000年半ば以降、いわゆる「ITバブル」が崩壊し、アメリカ経済のリセッションなどもあり、外需依存度の高い日本経済は深刻なデフレ状況にあるとの見方が高まっていた。また、アメリカでの同時テロ、アフガニスタンやイラクでの戦争、一部地域での疫病発生など、外部状況の先行きに不透明要素が多いほか、国内では中間期末や年度期末を迎えるたびに、多大な不良債権を抱える金融機関の経営体力が疑われていた。一部金融機関の窮境や企業倒産なども社会に大きなインパクトを与えていた。

こうした金融不安のもとで、金融機関においては流動性確保への不安感が増大していった。流動性確保への不安感は資金需要が平常時より増大することへと帰結し、調達意欲が高まるようになった。それとともに、短期金融市場での金利が極端に低くなか、資金の出し手になることも敬遠された。市場での資金調達が不確実になる一方、運用意欲が低下すれば、コストの安い日本銀行のオペに応じるのも当然のことになる。

この傾向は、2001年9月11日にアメリカで発生した同時多発テロ事件直後にはっきりと現われた。「ゼロ金利」期においては、日銀当座預金のうち余剰資金は主に準備預金制度非適用先の短資会社などに滞留していたことがしばしば指摘されてきた。しかし、「量的緩和」期においては同時多発テロの発生を契機として余剰資金が超過準備として準備預金適用先である銀行等（とくに大手銀行）に保有されるように、保有先の変化が明瞭に現われてきた（図表2）。

図表2 余剰資金の保有先の変化



(注) 月中平均残高から算出。

日銀当座預金 = 法定準備預金 + 超過準備 + 準備預金以外の日銀当座預金

(出所) 日本銀行『金融経済統計』時系列データより作成。

逆にいえばこのような不安感が無ければ銀行が超過準備を保有したかどうかは明らかではない。そして一旦このような事態が発生すれば、そこには不可逆性が生じることとなったように思われる。銀行における超過準備保有は資金ディーラーにおける一種の規律の喪失が発生させたものともみなせるのである。そしてそのことは短期金融市場の機能の喪失とも同義であった。

## 2. 日本銀行の資金供給技術の向上

「量的緩和」政策の実施は結局のところ、短期名目金利をゼロ近傍に誘導した。このため金融機関にとって日本銀行の短期オペに依拠することにうまみが少なくなり「量的緩和」政策の実施当初においてはいわゆる「札割れ」が頻発した。これに対処するため、日本銀行はオペの応

札レート最低刻みの細分化やオペの期間延長を実施した。日本銀行は2001年5月18日、オペ札レートの最低刻み幅を0.01%から0.001%にすることを発表し、同年9月、短資会社がコールレートの刻み幅を同様に切り下げた。これにより、オペの落札レートは0.001%にまで低下するようになり、応札条件は改善し「札割れ」は解消した。これは同時に超過準備をコール市場で運用するインセンティブも失わせ、これが「量的緩和」を可能とした。また2001年12月以降の準備需要の増加の要因として日本銀行関係者自身が「オペにインプリシットな「補助金」が生まれた可能性」(白川 [2002], 178頁)を指摘している。このことはオペの落札金額を有利なものにし、それが「札割れ」が生じなかった理由であることを日本銀行が告白していることを意味する。これは後述の長期国債の買切り

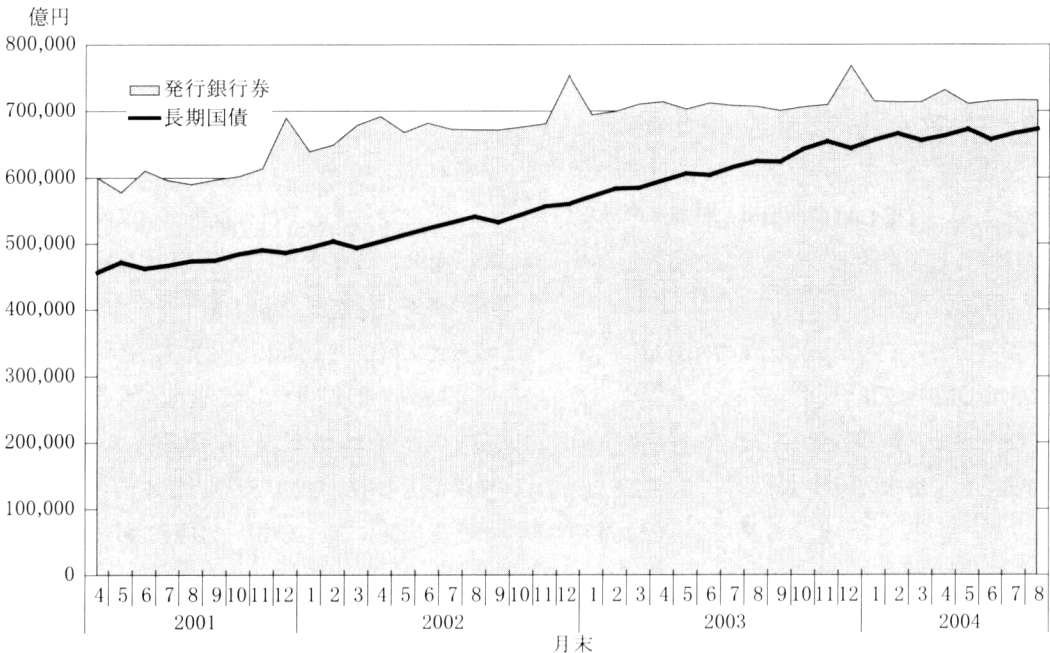
オペの増額においてより有効に機能したものと  
思われる。日本銀行はまた、手形買入オペの期  
間を6ヶ月から1年に延長するなど、金融機関  
により長めの資金供給を供給するようにした。  
その結果、オペの平均期間を平均は「量的緩和  
」前の2.5～3倍となった。このような日本  
銀行の資金供給技術の向上は、短期金融市場の  
破壊を伴いながらも「量的緩和」をなんとか可  
能としていった要因となった。

長期国債の買切りオペの増額は、外野からの  
要求が最も激しかったものであり、「量的緩和  
」政策の実施時において日本銀行が約束せざる  
をえないものでもあった。月額4,000億円  
であった長期国債の買入額は、2001年8月に  
6,000億円に増額され、同年12月、2002年2月  
および10月にそれぞれ2,000億円ずつ増額さ  
れ、それ以後月額1.2兆円の長期国債が買い入  
れられている。もっとも日本銀行が長期国債を

買いたいと思ったとしても売り手がなければ  
この取引は成立しない。オペへの入札は権力の  
発動ではなく強制できないからである。その際  
に先述したインプリシットな「補助金」の存在  
は大きなものであることが想像される。

なお、長期国債の買切りオペの増額に関して  
は、その保有額を銀行券発行残高を上限とする  
という「日銀券ルール」の厳守を日本銀行は強  
調しているが、2002年以降はその余裕はなくな  
りつつある(図表3)。ここで強調されるべき  
は近年の日銀券の発行残高は対GDP比でみて  
もアメリカとの比較においても非常に大きなも  
のであるということである。それは超低金利で  
日銀券保有の機会費用が発生しないことおよび  
金融不安を反映したものであるが、その意味で  
は日本銀行は十分に「お札を刷って」いるので  
ある。ただしそれは市中が需要した結果であっ  
て日本銀行が刷って無理やり持たせたわけでは

図表3 日銀券発行残高と長期国債保有額



〔出所〕日本銀行『金融経済統計』時系列データより作成。

ないことに注意は必要ではあるのだが。それはともかくとして超低金利や信用不安が解消したとするならば日銀券は還流しその残高が急減少することも予想される。一方、いわゆる「出口政策」において長期金利の急騰を抑えるためにも長期国債の大量売却は難しいと予想される。そうするとこの規律としての「日銀券ルール」は廃棄されることになるかもしれない。それは「量的緩和」を拡大させた日本銀行への信認のさらなる低下へと結びつくかもしれないのである。

この長期国債の買切りオペの増額はそれが「成長通貨の供給」のためではなくなってきたことは明らかであるが、単に「量」の供給を目指したのもいい難くなってきている。まず2002年1月には長期国債の買入れオペの対象銘柄を「発行後一年以内のものを除く」から「直近発行二銘柄を除く」に変更し、拡大した。これは限りなく国債直接引受けに近づいたものとみなせるであろう。そして年間14.4兆円の買入れは既発債であろうが国債消化に日本銀行が大きく協力していることを意味する。それは金融政策と財政政策の区別を曖昧化させる事態といつてよい。さらにオーソドックスな金融政策運営と異なり、それは長期金利に直接的な影響を及ぼすことを目的とした政策であるとみなせるのである。

ところで日本銀行は長期国債の保有増に対応して会計上の処理についても変更した。すなわち2004年度から長期国債の評価方法を満期保有を前提として従来の低価法から償却原価法に変更したのである。これにより長期金利の上昇により国債価格が低下しても評価損は発生せず、したがって自己資本が毀損されることもない。その評価は難しいがそれを必ずしも会計処理上

のごまかしと評価するのは適切ではないであろう。

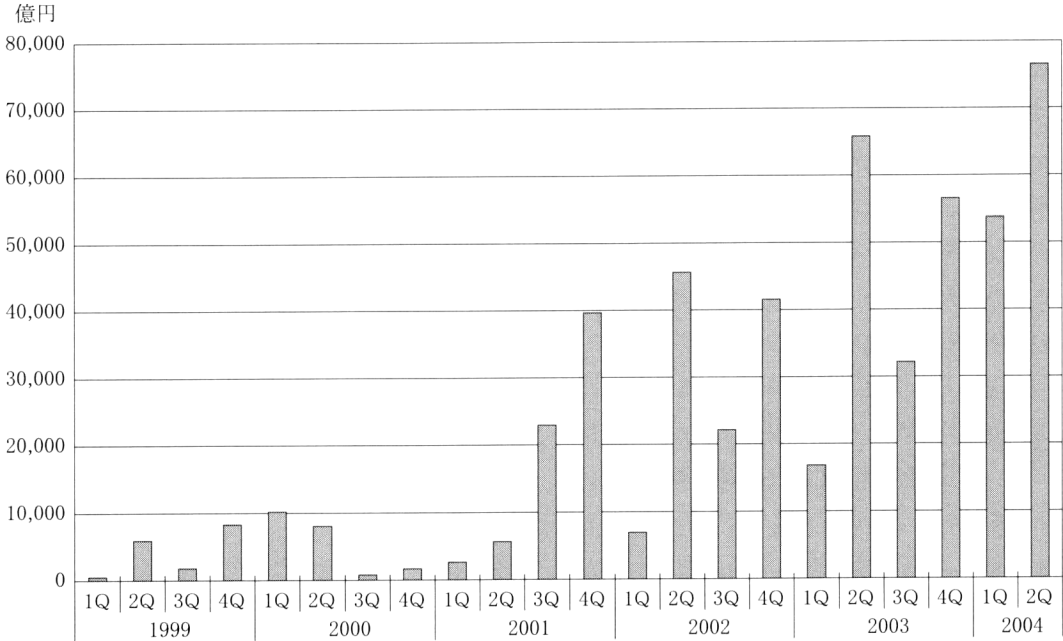
なお、日本銀行は長期国債の評価方法の変更先に先立って「新現先方式によるレポオペ」を2002年11月に開始し、「国債の補完供給制度」を2004年5月に導入した。前者は1999年3月に有価証券取引税が廃止されたことにより、従前の「現金担保の貸借形式によるレポ市場」から「売買形式による国際標準のレポ市場」の創設が可能となったことにより、2001年4月に旧現先が再編され新現先が創設されたことから可能となったものである。後者は国債の特定銘柄の需給を緩和させることにより、国債相場の安定と国債流動性の向上を目指したものである。これらの措置は「量的緩和」の解除も睨みつつ金融調節の中心を新現先方式のレポオペとしていくことを明らかにし、そのための市場整備を行ったということにはなる（「量的緩和」の拡大はそのことをみえにくくさせてはいるが）。しかし「量的緩和」政策の採用後の日本銀行は国債管理政策により深くかかわらざるをえなくなったことによるやむをえざる措置とみなすことも可能なのではないだろうか<sup>3)</sup>。

それはともかくとして「量的緩和」政策を採用したといってもそれは宣言すれば自動的にというのではなく、一方では市中金融機関の規律の喪失を伴う資金需要増、他方では日本銀行の資金供給技術の向上によりなんとか当座預金残高目標は達成されてきた側面が大きいことをみてきた。しかし日銀当座預金の増大にはその他の要因も存在した。それは日本国および日本の金融機関にとって悲しい要因であった。

### 3. 外国銀行の日銀当座預金増加

「量的緩和」政策の実施後在日外国銀行の日

図表4 外国銀行の日銀当座預金残高の推移



〔出所〕日本銀行、「資金循環統計」より作成。

銀当座預金残高は膨らんできている（図表4）。2004年6月末時点で見ると、外国銀行の日銀当座預金残高は7.65兆円に達し、日銀当座預金全体（33.73兆円）の22.68%を占め、日本銀行の金融調節目標額の維持に大きく寄与したのである。

その仕組みは以下のとおりである。為替スワップ取引においては外国銀行は提供したドル資金の金利を日本の銀行に要求する一方、円資金を外国銀行に提供した日本の銀行は外国銀行に円資金の金利を求める。しかし、日本の銀行には旺盛なドル資金需要があるものの、金融システム不安などにより信用力が非常に低下している。そのため、日本の銀行がドル資金を調達する際、為替スワップ市場で円資金を担保にドルを借りることになるが、外国銀行が日本の銀行に信用リスク・プレミアムを多めに課す結果、その円資金調達コストがマイナスになりや

すいのである。特に、アメリカでのドル資金需要が拡大する時に、東京の短期金融市場にそうしたマイナス金利の拡大がしばしば観察されたと指摘する市場関係者もいる。また、その金利は最大でマイナス10%になるケースもあったというのである。

外国銀行は調達金利がマイナスであるゆえに、そうした円資金を無利子の日銀当座預金の形で保有しても利鞘は確保できる。また、短期金利がほぼゼロであるため、コール市場などで資金を運用する意欲も低い。結果として在日外国銀行の日銀当座預金残高は増大することとなってきているのである。

ところで在日外国銀行は本店の指示で、日本銀行に対しても信用枠（クレジット・ライン）を設定している場合がある。日本の中央銀行の信頼感も低いものであると嘆くしかないが、このような場合どうしても資金放出をしなければ

ならないこととなる。それがたとえマイナス金利であったとしても利鞘が稼げる場合もあることから、2003年1月24日に、コール市場においてマイナス金利の取引が成立し、その後恒常化することとなった。そして日によってはそのような取引が大量に行われ無担保コールのオーバーナイト物の加重平均金利がマイナスとなる日さえ生じたのであった。名目金利の非負制約というのはここでは成立していないのである。

なお、2003年4月に日本郵政公社が発足したことに伴い、同公社と日本銀行は当座預金の保有について民間金融機関とほぼ同様の計算式による額を保有する旨の契約を締結した（ただし日本郵政公社は準備預金制度の適用先ではない）。このためそれ以降は日銀当座預金は増加したが、それは所要準備が増加したのとはほぼ同様の意味合いを持つものとみなすことが現実的である。

ところで日本銀行に「量的緩和」を求める議論において長期国債の買切りオペの増額と並んでよくいわれたのが外為介入の非不胎化であった。一方、2003年には財務省は大規模な円売りドル買い介入を行った。この間において日銀当座預金が急増したことから、それは外為介入の非不胎化によりもたらされたものとの解釈がなされた場合もあるが、日本の場合、非不胎化介入は制度的に成立しない仕組みとなっている。財務省は介入資金を基本的にFB（為券）の市中発行により調達しており、円売り介入により供給された円資金はFB発行により不胎化されているのである<sup>4)</sup>。したがって日銀当座預金の増大には外為介入の非不胎化は貢献していないのである。

### Ⅲ. 「量的緩和」政策の評価

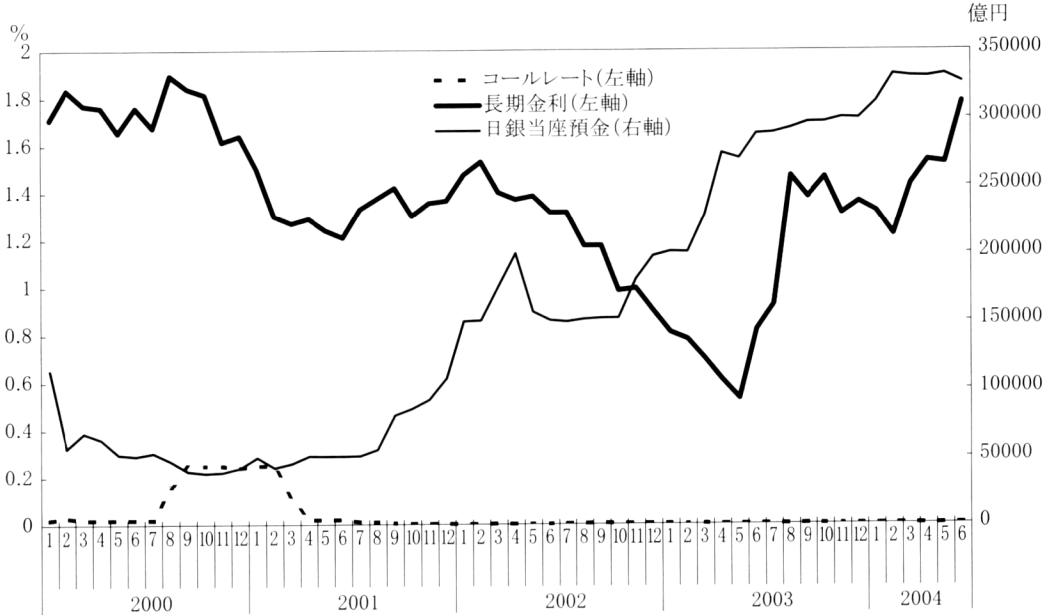
#### 1. ターム物金利・長期金利の低下

2001年3月に採用されて以来約4年が経過した「量的緩和」政策は、それを求めていた層や当初の目論見と比較してどのような効果があったとみなすべきであろうか。とりあえずは全面的な金融不安や流動性危機は回避はされてきたが、それが「量的緩和」の貢献であるか否かについては検証することはできない。

まずはオーバーナイト金利の低下を通じての短期的な効果から検証することとしよう。「量的緩和」政策は、実態としてゼロ金利政策であり実施直後から無担保コールレート（オーバーナイト物）が限りなくゼロパーセントに近づき、その後も概ね0.0001～0.002%の区間で推移した（図表5）。日本銀行の須田審議委員はその講演において「量的緩和政策に移行した時点では「金利」をもう少し活かした政策にする意図があった<sup>5)</sup>としているが、その意図は実現してこなかったといつてよい。

ただし、この「量的緩和」すなわち実質ゼロ金利政策の長期継続というコミットメント（時間軸効果）は期待理論を前提とするならばターム物金利・長期金利の低下、イールドカーブのフラット化をもたらすこととなるはずである。実際に長期金利の推移をみるならば2003年5月まではそれは低下した。しかしながらそれ以降ゼロ金利が持続する一方で日銀当座預金残高が拡大していくにもかかわらず長期金利は上昇に向かった（図表5）。米・中両国の経済が堅調であることを受け景気がやや上向きになったことおよび消費者物価指数（CPI）の前年比上昇

図表5 長短金利の動向



(注) コールレートは翌日物の加重平均値、長期金利は長期国債(10年物)新発債利回りの月末値。

(出所) 日本銀行、『金融経済統計』時系列データより作成。

率のマイナス幅が縮小したといった要因から「出口」が意識されるようになってきたこともあろう。しかしながらここでの関心は「量」が長期金利の低下に貢献したか否かである。その意味では「量」の効果は否定されざるをえない。その意味で2003年5月までの長期金利の低下についてもそれは「ゼロ金利政策の長期継続期待」によりもたらされたものとみなすべきであり、「量的緩和」政策の効果とみなすことはできないであろう。「量的緩和」政策のターム物金利・長期金利への影響は「ゼロ金利」政策を超えるものではなかったのである。

## 2. ポートフォリオ・リバランス効果

それでは「量的緩和」政策に期待されていた金融機関のポートフォリオ・リバランス効果についてはどうであろうか。日本銀行が資金供給を増やせば、市中金融機関の超過準備が拡大す

る。これについては既に確認済みである。それでは超過準備を抱える金融機関は資産構成を変化させ、日銀当座預金から、債券、株式、あるいは貸出を増やしたのだろうかといえればそれは確認できてはいない。そもそもこのポートフォリオ・リバランス効果というのは誤解を与えかねない言葉である。超過準備を抱えるある金融機関がそれを債券、株式等と単純に交換したとして、それにより日銀当座預金は減少するわけではない。他の銀行の日銀当座預金(準備預金)にそれは振り替わるだけなのである。

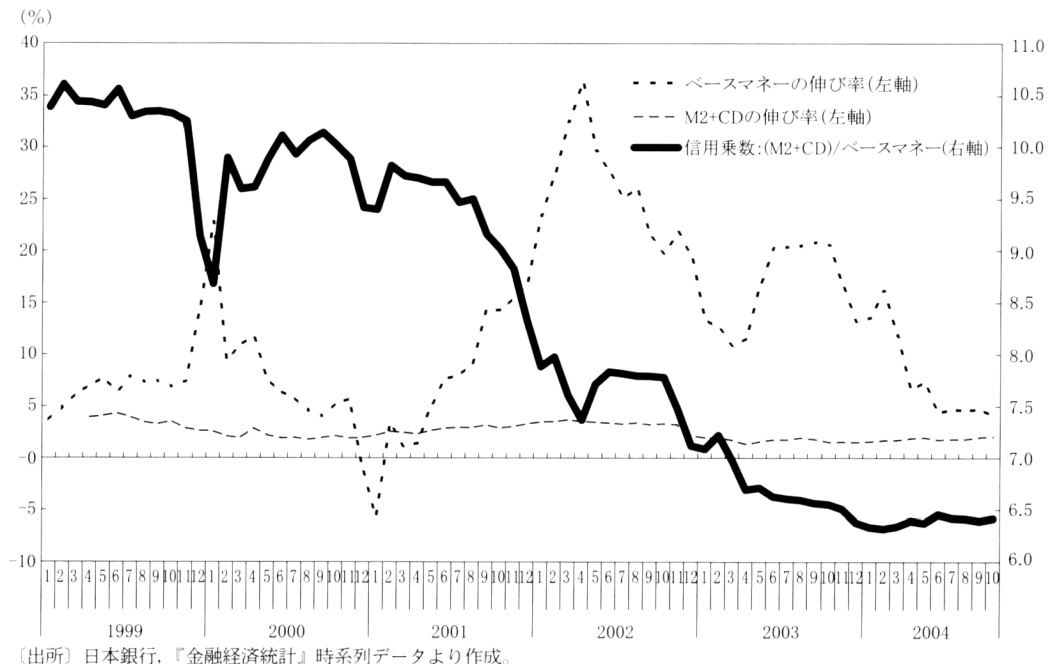
ここで本当に期待されるべきなのは準備の余裕を基礎として銀行が貸出(有価証券保有でもよい)を行い預金を創造することなのである。この信用創造(ここでのこの用語はフリップスの意味でのそれではなく銀行が貸出を行なうことはそれ自体として預金の創造であるという意味であることに注意されなければならない)に

より預金(すなわち貸出等)が増加する(すなわちマネーサプライが増加する)ことが期待されたそのことであった。このことにより所要準備が増加すれば超過準備が減少し、「量的緩和」政策が「超過準備ターゲティング」であるとするならばそれは減少するし、マネーの全体的な増加に応じて日銀券発行残高が増加すれば日銀当座預金そのものの減少要因となるが、ここではそのことにこれ以上触れないこととする。問題は銀行の貸出の伸びが悪いことのすなわちマネーサプライの増加率の低いことの要因が「準備預金」の「量」的制約によるものであったか否かである。その解答は既に示されているとあってよい。もしそうであるならば「量的緩和」政策は劇的な効果を発揮し、マネーサプライは急上昇し、日本銀行は引締め政策に転換しなければならなかったはずであるからである。しかし現実に発生した事態は、ベースマネーが増加してもマネーサプライは増加しな

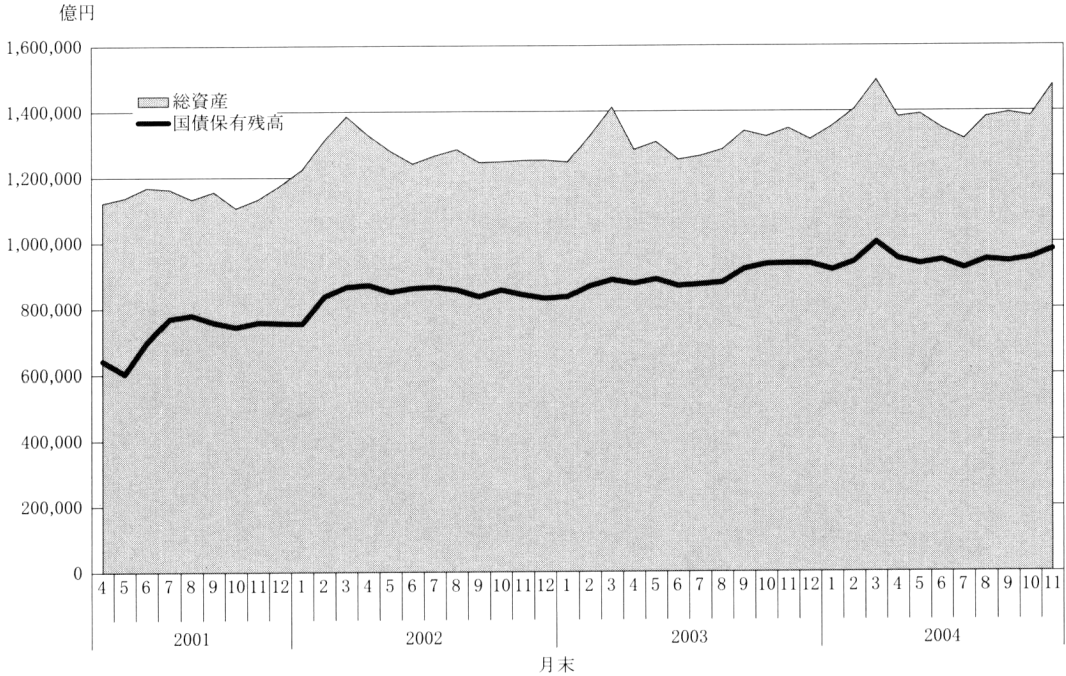
かったこと、結果的には信用(貨幣)乗数が急低下したことであった(図表6)その意味ではポートフォリオ・リバランス効果というのは日本経済の実態から考えるならば期待されたこと自体がおかしいものであり、「量的緩和」を実施したからとってその効果が観察されるわけもなかったのである。準備は貸出増=マネーサプライ増の制約要因ではなかったのである。

ただし近年のマネーサプライの増加率はマイナスではない。その主たる要因は銀行の国債保有の増加であった。しかし、一方、日本銀行も自ら設定した当座預金残高目標を達成するために、優良資産としての国債を市中銀行から買い続けた。金利の長期にわたる低下に伴い資金の運用難に直面(これがターム物金利・長期金利低下の負の効果であった)した市中銀行はそこで利益が確定できるオペに応札もした。そして大量の資金供給にともない、日本銀行の資産規模も大きく膨張し2004年11月現では約150兆円

図表6 信用乗数の低下



図表7 日本銀行の総資産と長期国債保有残高



〔出所〕日本銀行、『金融経済統計』時系列データより作成。

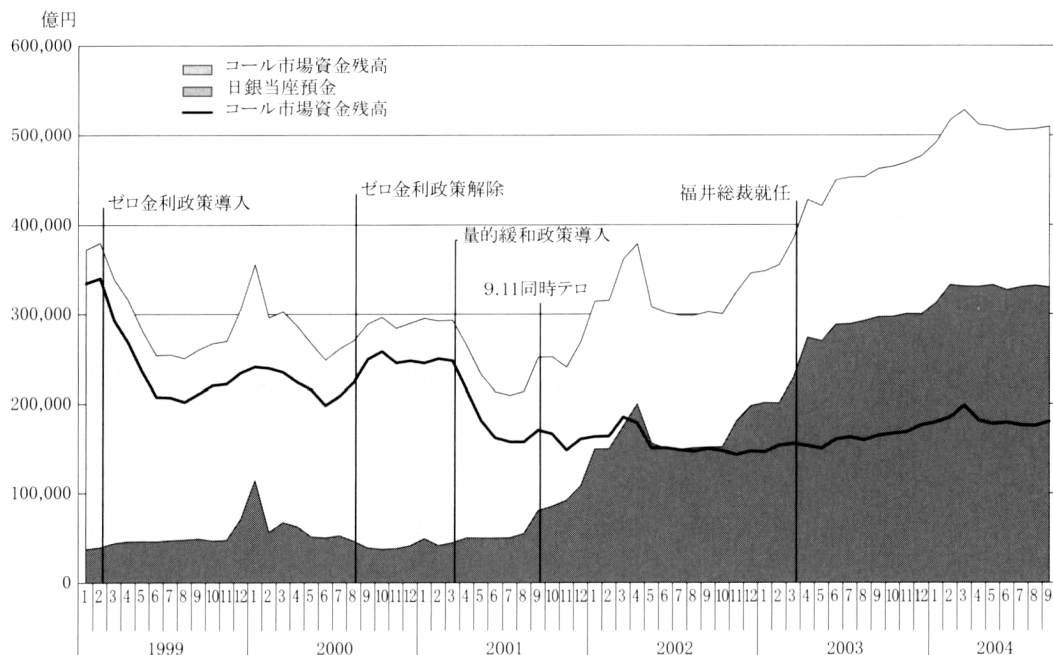
に達している（図表7）。これはGDP対比で見ても他の中央銀行と比較しても異様な規模である。そしてそのうちの約65%にあたる約98兆円は国債保有残高になる（図表7）。これが「量的緩和」政策の結果として出現した事態のひとつなのである。

### 3. 市場メカニズムの麻痺

「量的緩和」政策に期待されていたその他の効果のうち、為替を円安方向に誘導する効果や株価等の資産価格を上昇させる効果については、この間観察されていないわけであるが期待インフレ率を上昇させる効果についてはどうか。基本的にはこれについてはよくわからない点が多いが、最低限日銀当座預金の「量」との相関関係はないということはいうのであろう。期待インフレ率とは理論的には全国民のインフレ期待の総平均であるが、実は

「量的緩和」政策の国民の認知度は極めて低いものがある。2004年9月に日本銀行が行った「生活意識に関するアンケート調査」によれば実に42.8%が「聞いたことがない」と答え、31.7%が「聞いたことはあるがよく知らない」と答えている<sup>6)</sup>。「量的緩和」政策の実施について知らない以上、たとえ日銀当座預金残高目標を増額したとしても国民の期待インフレ率は変わりようがなく、その効果はあるほうが不思議なのである。これは日本銀行の広告宣伝戦略がまずいのであろうか。実はインフレーション・ターゲティング導入している諸国においても、その国民の認知度はあまり高くはないようである。多くの国民にとって金融政策というのは関心の外にあって当然だからである。その意味でインフレーション・ターゲティングとは金利調節への政治等の介入を防ぐために、またその達成のためのパスが明確な場合にのみ有効と

図表8 コール市場規模の変化(月中平残)



(出所) 日本銀行、『金融経済統計』時系列データより作成。

なるのではないだろうか。

それはともかくとして「量的緩和」政策にはほとんどポジティブな効果はなかったわけであるが、ネガティブな効果については多く指摘されてきた。その代表が短期金融市場の機能低下を指摘する声であった。これは「ゼロ金利」政策期においても指摘されていたことではあるが、コールレート(無担保オーバーナイト物)が、0.001%まで低下している状況では、仮に100億円をオーバーナイトで運用しても、金利収入は273円しかない。これでは事務コストをカバーできるわけもなく資金余剰の金融機関は敢えてリスクを取ってコール市場などでの資金運用を行う必要などない。一方、借り手はほぼゼロ金利で日本銀行から資金が調達できることからコール市場での資金調達意欲は減退した。需給両方の行動がもたらす結果として、コール市場での取引が減少し、市場が萎縮してしまっ

た。日本銀行が短期金融市場の機能を代行したことが日銀当座預金を増加させた。図表8は「量的緩和」政策の実施後コール市場資金残高が急速に縮小し、その後回復をみせていないことを表している。福井総裁就任後、たしかにコール市場残高と日銀当座預金残高の合計額は増加しており、その限りでは日本銀行が短期金融市場を代替しただけという評価は適当ではないかもしれない。しかしながらそれは銀行の資金ディーラーの機能および規律の喪失という代価により達成されたもののように思われる。長期間にわたるゼロ金利の継続は市場から経験者を奪い去ってしまったのではないだろうか。

#### 4. 出口政策

以上、「量的緩和」政策の暫定的評価を行ったわけであるが「量」そのものの緩和効果は発見することはできなかった。それではなぜ日本

銀行は「量的緩和」政策の実施後に当座預金残高目標額の引上げを行い、それが一般的には一段の金融緩和と受け取られてきたのであろうか。それはそもそも「量的緩和」を求める議論そのものにおいて政策の実施とその結果についての明確なパスが存在しなかったからに他ならない。そして現実が証明したことはそのようなパスは存在しないということであった。日本銀行は外部の見解のマジョリティが誤っていることを認識しながら、その誤りを指摘せずに屈服し、さらに誤りを利用して自らに対する批判を弱くすることを狙ったのではないかと疑いさえ生じてくる。

こうしたなかで短期金融市場関係者の間では「量的緩和」政策の緩和効果に疑問を呈する声が大きくなり、加藤 [2004b] によればそれは「ギミック」すなわち「インチキ・まやかし」に過ぎないとの認識が一般化してきているというのである。このような状況において消費者物価指数 (CPI) の前年比上昇率のマイナス幅が縮小してきていることから「量的緩和」政策の出口が意識されるようになってきている。

ここでの議論においても「量的緩和」を早期に解除することは大変な引締め効果を生じさせるから慎重に行うべきとの声は大きなものがある。実は「量的緩和」には効果がないことは考慮されてはいないのである。そしてデフレからの脱却のためにはインフレーション・ターゲティングを採用すべきとの意見にかわって「量的緩和」を早期に解除させないためにプラス2%前後の「インフレ参照値」を日本銀行が示し、その程度の物価上昇率となるまで「量的緩和」の解除を行わないと宣言すべきとの議論まで出てきている。この議論にはCPIには統計上1%程度の上方バイアスがあるといわれてい

ることが影響しているようであるが、そのことから明らかになるのはむしろ「指数は所詮指数にすぎない」ということではないであろうか。そうした指数の前年比上昇率が若干のマイナスとなっていることにヒステリックに反応し、債務デフレ論などを持ち出し日本経済が今にも奈落の底に転落するような議論、そして指数がプラスになればそこに日本経済にとっての天国がやってくるような議論がそもそも間違っていたのではないだろうか。その意味で「量的緩和」政策の解除時期を必要以上に遅らせることには賛成できない。

しかしながら一方では、長期金利への影響を考慮しなければならないではあろう。また、「量的緩和」の緩和効果を信じている向きの行動がマーケットに悪影響を及ぼすかもしれないことにも注意が必要である。とはいえ「量的緩和」政策が異例な政策であり、その効果がないものである以上、その解除は必要である。ただし日銀当座預金目標の拡大はその出口を難しくしているようにもみえる。現在「出口対策」として予想されているものとしては、「準備率の引上げ」や「日銀当座預金への付利」があるようである。

前者はそれにより日銀当座預金残高が変わらなくとも「所要準備」を増加させ「超過準備」を減少させることになる。「量的緩和」政策の本質が超過準備ターゲティングである（しかしその効果はない）ことを考えれば日銀当座預金残高を変えることなしにもしくは大きく減少させることなしに「超過準備」を減少させることはできる。これは通常時であれば極めて強い引締め政策と判断されるであろうが、それでは当座預金残高目標の拡大というのは引締めではなかったのかという妙な疑問も生じる。それはと

もかくとして準備率の引上げは短期金利をボラ  
 タイルにする懸念もあるであろう。

後者は、加藤 [2004b] (168頁) においても  
 選択肢のひとつとして取り上げられているが、  
 日銀当座預金残高を急減少させることなしに短  
 期金利の水準を引き上げることが可能となる。  
 その方策の妥当性についてはよくわからないが  
 「量的緩和」政策における「量」の効果がない  
 のであれば、それを減らすことの悪影響もない  
 と考えるのが妥当ではないだろうか。もちろん  
 現状で「所要準備」プラス1兆円の水準で短期  
 金利がゼロでなくなるということはないであろ  
 う。その操作は中央銀行のアートとして信頼し  
 てまかせればよいのである。ただしその際に日  
 本銀行自らが「量的緩和」政策における「量」  
 の緩和効果はなかったことを公式に認める必要  
 がある。その際に海外の中央銀行家によるサ  
 ポートを得ることはあってもやむをえないこ  
 のように思われる。それがこの歴史的実験を終  
 えるために必要であるかもしれないのである。

## おわりにかえて

「ゼロ金利」政策導入後の日本の金融政策は  
 一般の関心は薄いもののエコノミストの間では  
 非常に大きな関心が寄せられてきた。なぜかデ  
 フレ対策として財政政策よりも金融政策に重点  
 が置かれるべきとの言説が多くなり、結果とし  
 て日本銀行は「量的緩和」政策の採用へと追い  
 込まれていった。本稿の立場は日本経済に問題  
 点があるとしてその解決のために金融政策に過  
 度の負担を押し付けることには反対するとのも  
 のである。また、マイルドなデフレに対して過  
 度にヒステリックになることに反対する立場で  
 あるとあってよいだろう。

そして本稿においては一般的な議論が暗黙の  
 うちに前提としている銀行観に問題があると考  
 えている。その銀行観とは「銀行とは預金を集  
 めて貸出す機関である」というものである。こ  
 の銀行観では「預金」とはどこかその辺にこ  
 がっている貨幣を集めるもの、外部からなぜか  
 わからないが供給されるものと捉えられてい  
 る。しかし銀行とは「貸出により預金を創造す  
 る機関であり、銀行にとって預金集めとは創造  
 した預金が流出するのを取り戻す行為である」  
 と正しく認識できたなら金融に関する多くの誤  
 解は解消することとなる<sup>7)</sup>。ベースマネーを供  
 給すれば信用乗数の安定性を前提としてマネー  
 サプライが増加するはずであるとの議論は間  
 違った銀行観から発生してくる議論なのであ  
 る。「流動性の罠」の状況となつていようがい  
 まいが、ベースマネーが金融の始点ではないと  
 いうことははっきりさせなければならない。銀  
 行の貸出による預金の創造こそが金融の始点に  
 据えられなければならないのである。

「量的緩和」政策の失敗はこのことを明らか  
 にしている。通常、準備とは銀行が貸出を行い  
 預金を創造することにより結果として需要され  
 るものであり、マクロ的にはこれに中央銀行が  
 受身に応えることにより供給されるものである  
 ということである。「量的緩和」政策はこの関  
 係を破壊したものであるが、それでも「準備  
 とは銀行が集めた預金の一部を中央銀行に預け  
 ておくもの」との観念を破壊するには有効に機  
 能した。「準備とは中央銀行が供給するもので  
 ある」ということが少なくともエコノミストに  
 はみえるようになったはずである。

また近年の日本の経験はインフレもデフレも  
 貨幣的現象であるということは自明のことなの  
 かという疑問をも浮かび上がらせてきた。日本

銀行は明らかに「お札を刷って」きたし、ベースマネーは増やされてきた。マネーサプライも低率ではあっても伸びてきた。にもかかわらず消費者物価指数の上昇率がマイナスであったということはデフレーションが貨幣的現象であるということを疑うに十分な証拠となっているのであり、それを自明とすることはできないということの意味している。

さらに近年の金融政策論議における危険な兆候を指摘しておきたい。それはマイルドなデフレーションに過度にヒステリックになるあまり、中央銀行に無責任になることを求める議論が台頭してきていることである。その際に中央銀行の独立性であるとか金融政策と財政政策の違いなどは意識されず、中央銀行は政府の一部門としか捉えられていない。「政府・日銀一体となって」は当然のスローガンとされているのである。しかし歴史は政府と中央銀行が一体となることは危険であること、であるからこそ中央銀行の独立性が重要であることが議論されてきたことを教えてくれている。その中央銀行に無責任になり、自らのバランスシートの悪化は日本全体のバランスシートが傷んでいる状況下では気にする必要はないとまでの議論は撤回されてしかるべきである。

最後になるがやはり「量的緩和」政策における「量」の効果はなかったといわざるをえない。それは当初から論理的なパスが想定できなかったものである以上当然のことであった。そのような政策に反対することが「経済学を知らない」ことや「奇妙な経済学を語る」と評されるのは「経済学」の危機でもある。「出口」は「量的目標の拡大」により難しくなったように見えるが、そもそもの「量」の効果はなかったことを日本銀行自身が認めることにより混乱は

かなりの部分抑えることができるかもしれないのである。

#### 注

- 1) 日本経済新聞『私の履歴書』（ポール・ボルカー）⑨、2004年10月20日。
- 2) その過程については軽部 [2004] に詳細に示されている。
- 3) 新現先方式のレポオペおよび国債の補完供給制度について詳しくは中島 [2004] を参照されたい。また、1990年代の短期金融市場の整備の状況等については齊藤 [2004] を参照されたい。
- 4) この点については加藤 [2004b] (118-120頁) に詳しく説明されている。
- 5) 須田 [2004] 参照。
- 6) 加藤 [2004b] (120-121頁) 参照。
- 7) このような正しい銀行観を教示してくれるものとしてとりあえず吉田 [2002] を挙げておく。

#### 参考文献

- Bernanke, S., Laubacch, T., Mishkin, F.S. and Posen, A.S. [1999], *Inflation Targeting*, Princeton University Press.
- Clouse, J., Henderson, D., Orphanides, A., Small, D., and Tinsley [2000], 'Monetary Policy When the Nominal Short-Term Interest Rate is Zero', *Finance and Economic Discussion Series* 2000-51, Federal Reserve Board.
- Krugman, P. [1998], 'It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap', *Brookings Paper on Economic Activity*, No. 2.
- [2000], 'Thinking about the Liquidity Trap', *Journal of the Japanese and International Economics*, Vol. 14.
- 伊藤隆俊 [2001a], 「金融政策の目的と手段」『エコノミックス』第6号。
- [2001b], 『インフレ・ターゲティング』日本経済新聞社。
- 岩田規久男 [1993], 『金融政策の経済学』日本経済新聞社。
- 岩田規久男編著 [2000], 『金融政策の論点』東洋経済新報社。

- 翁邦雄 [1993], 『金融政策』東洋経済新報社。
- [1999], 「ゼロ・インフレ下の金融政策について」『金融研究』日本銀行金融研究所, 8月号。
- 翁邦雄・白塚重典 [2000], 「非不胎化介入論の『錯覚』」『週刊東洋経済』1月15日号。
- [2004], 「コミットメントが期待形成に与える効果: 時間軸効果の実証的検討」『日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズ』2003-J-13。
- 小田信之 [2004], 「量的緩和下での短期金融市場と金融政策—日銀当座預金残高ターゲットの分析—」『日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズ』2002-J-19。
- 加藤出 [2001], 『日銀は死んだのか?』日本経済新聞社。
- [2004 a], 「金融市場の現場で何が起きているか」『経済セミナー』6月号。
- [2004 b], 『メジャーリーグとただちや豆で読み解く金融市場』ダイヤモンド社。
- 軽部謙介 [2004], 『ドキュメント ゼロ金利』岩波書店。
- 北原徹 [2003], 「量的緩和政策と現代信用貨幣制度」『武蔵大学論集』第50巻第3号。
- 小菅伸彦 [2003], 『日本はデフレではない』ダイヤモンド社。
- 斉藤美彦 [2000], 「内生的貨幣供給説としての日銀理論」『広島県立大学論集』第4巻第1号。
- [2004], 「日本における1990年代の金融政策」SGCIME編『マルクス経済学の現代的課題第I集第5巻 金融システムの変容と危機』御茶の水書房, 第10章。
- 清水功哉 [2004], 『日銀はこうして金融政策を決めている』日本経済新聞社。
- 白川方明 [2001], 「ゼロ金利制約とB/S調整下の金融政策」『エコノミクス』第6号。
- [2002], 「『量的緩和』採用後一年間の経験」小宮隆太郎・日本経済研究センター編『金融政策論議の争点』日本経済新聞社, 第4章。
- 白塚重典 [1998], 『物価の経済分析』東京大学出版会。
- 須田美矢子 [2004], 「量的緩和政策について」『日本銀行調査月報』1月号。
- 建部正義 [1997], 『貨幣・金融論の現代的課題』大月書店。
- [2000], 「新しい金融論の誕生へ向けて」『商学論纂』第41巻第6号。
- 中島将隆 [2004], 「国債の補完供給制度と新現先方式のレオオベ」『証研レポート』第1625号。
- 中原伸之 [2002], 『デフレ下の日本経済と金融政策』東洋経済新報社。
- 日本銀行金融研究所/翁邦雄・白塚重典・田口博雄編著 [2001], 『ポストバブルの金融政策』ダイヤモンド社。
- 浜田宏一 [1999 a], 「自縄自縛の日本銀行」『週刊東洋経済』3月6日号。
- [1999 b], 「日銀の不胎化政策は間違っている」『週刊東洋経済』11月13日号。
- 松本朗 [2003], 「超金融緩和政策と「デフレ」が共存する条件—インフレ発生の可能性をめぐる一試論」『武蔵大学論集』第50巻第3号。
- 深尾光洋・吉川洋編 [2000], 『ゼロ金利と日本経済』日本経済新聞社。
- 藤井良広 [2004], 『縛られた金融政策—検証日本銀行—』日本経済新聞社。
- 山田伸二 [2003], 『静かなるデフレ』東洋経済新報社。
- 山脇岳志 [1998], 『日本銀行の真実』ダイヤモンド社。
- 吉田暁 [2002], 『決済システムと銀行・中央銀行』日本経済評論社。
- 渡辺努 [2001], 「デフレーションと金融政策」『エコノミクス』第6号。
- (齊藤美彦 獨協大学経済学部教授・当研究所客員研究員)  
(陳 迅 獨協大学大学院経済学研究科博士後期課程)