

齊藤美彦・須藤時仁著

『国債累積時代の金融政策』

(日本経済評論社、2009年)

春井久志

本書は、日本の中央銀行、日本銀行の戦後における金融政策の変遷と国債発行・流通市場の問題(国債累積)との関連を、理論的・実証的観点から考察した好著である。金融政策の専門家と国債管理政策の専門家の両者の手による著作だけに、その構成内容も3部に別れ、国際比較の視点も織り交ぜつつ、金融政策と国債管理政策との視点がバランス良く融合し合っており、2000年代半ばの「ゼロ金利・量的緩和政策」や2008年のリーマン・ショック以降に急展開した今次の「グローバル金融危機」に対する主要国の危機管理対策、さらには慢性的なデフレーションに悩まされ、景気の「二番底」に陥るリスクに直面している現下の日本経済と日本銀行のデフレ対策との関係を解明する上で、時機を得た、有益な分析を展開している。

第I部は「金融政策の変貌」と題され、第1章「金融自由化時代の日本の金融政策」と第2章「準備預金制度の変貌」からなる。第II部は「国債と金融政策」と題され、第3章「国債累積と金融システム」、第4章「金融政策と国債市場—量的緩和期における日本銀行の買入れ国債の特徴—」、第5章「金融調節オペレーションは金利の期間構造に影響を与えるか—英米比較—」とからなる。また、第III部は「中央

銀行の独立性」と題され、第6章「中央銀行の独立性強化とアカウントビリティ—イギリスと日本を中心に—」、第7章「物価連動国債の機能と金融政策」、第8章「期待インフレ率指標と金融政策」とからなる。

以上から明らかなように、本書の論点は大きく次の3点に要約される。すなわち、第1に、戦後日本における金融システムの変遷と日本銀行の金融政策の変遷との相関を理論的に考察することである。第2は、日本経済の質的变化を反映した国債の大量発行に伴う日本銀行の国債買入れ政策との関係の理論的・実証的分析である。第3は、中央銀行の独立性とアカウントビリティとの問題を物価連動国債やBEI(ブレイク・オープン・インフレ率)の金融政策の指標としての意義と関係付けて議論することである。以下、その主要な論点を検討しよう。

本書全体の主張をもっとも端的に呈示しているのは、「金融自由化時代の日本の金融政策」と題された第1章である。本章は、わが国における戦後経済の変遷を金融自由化の進展とそれに呼応した日本銀行の金融政策の変遷とをきわめて明確な論旨で考察している。すなわち、わが国の金融システムと日本銀行の金融政策との関係を金融自由化以前の時期と金融自由化以後

の時期に大別し、さらに後者を国債の大量発行と金融の自由化・国際化の期間、バブル経済の発生と金融政策との関係の期間、さらにバブル崩壊後の不況とわが国の金融危機対応の期間の3つの期間に分けて、金融政策の変遷を論じている。

第1の金融自由化以前の時期は、わが国が戦後の混乱期を脱して、経済成長戦略を政府の最優先政策課題としたいいわゆる「欧米経済へのキャッチアップの時代」であった。「重厚長大産業」を中心とした「傾斜生産方式」が採用され、それを資金面で支えるために「人為的低金利政策」が実施された。銀行の貸出金利を市場金利よりも低位に人為的に抑制したために、企業等の投資資金需要が旺盛となり、資本市場が未発達のがわが国の場合、それは銀行、特に都市銀行に対する貸出資金需要という間接金融方式による資金の超過需要に結びついた。その結果、都市銀行のバランスシートは預金よりも貸出金のほうが大きくなる「オーバーローン」と呼ばれた資金の超過需要が発生した。その超過需要の資金をインターバンク市場からの借り入れを通じて調達したために、都市銀行は「オーバーボロイング」と呼ばれる状況に陥った。インターバンク市場で調達できない資金は、日本銀行による銀行貸出によって供給された。このようにして、都市銀行の日銀貸出への依存が強められた。

日本銀行は、政府の成長戦略の下、マクロ的な資金不足、すなわち「成長通貨の供給」には基本的には応じていた。しかし都市銀行による過剰な信用拡張を抑制する手段として、①金利面ではインターバンク市場の金利の「高目放置」策、量的側面では「窓口指導」¹⁾と呼ばれた都市銀行による「貸出増加額制限政策」、す

なわち信用供与増加額の直接統制策という手法でコントロールしていた、と著者は指摘する。

このように、企業等の旺盛な資金需要に対して都市銀行が積極的に応じ、その結果として、日本銀行の貸出に強く依存する間接金融方式がわが国で優位となった。「間接金融優位」の確立である。これは、同時に、日本銀行の公定歩合の操作(変更政策)が金融政策の手段として極めて有効に作用する環境を作り上げたともいえる。これが、戦後のわが国において間接金融方式が、成長通貨供給のための金融システムとしてその優位を長年維持してきた理由である。

しかし他方で、日銀の貸出金利が、市場金利を下回る公定歩合による「オーバーローン」を生み出し、両金利の差額が都市銀行に対する一種の「補助金」として機能している点が問題視されるようになった。都市銀行による日本銀行貸出への過度な依存が「サウンド・バンキング」の視点から、「人為的低金利政策」の副作用として批判されるようになった。これが、いわゆる「成長通貨供給論」の議論である。これを受けて、日本銀行は1962年11月に「新金融調節方式」を採用することになった、と著者は指摘する。この方式は、「①経済成長に伴って必要となる通貨は債券オペレーションによって供給する、②主要金融機関に対して貸出限度額を設ける」²⁾という2つの項目からなる。

その後、1965年に山一證券が日本銀行の「特融」等によって救済されるといういわゆる「証券不況」後の景気対策として、戦後「財政法」第4条によってその発行が禁止されてきた「特例国債」、いわゆる「赤字国債」がはじめて発行されることになった。

わが国の国債発行方式は、実質上、政府が長期国債応募者利回り(長期金利)を決定し、銀

行、証券会社、生命保険会社等が「国債引受シンジケート団」を組成して引き受けるという特異な方式で始まった。引受けた国債を窓口で販売できたのは引受け額が少なかった証券会社のみであり、その大半を引受けた銀行は窓口販売のみならず流通市場での売却も事実上禁止されていた。しかしながら、銀行等が引受けた国債は、その発行後1年が経過したものは日本銀行による買いオペレーションにより吸収された。そのため、国債が大量に発行されるようになった第一次石油ショック以前の時期において、銀行等の国債引き受け負担は事実上大きくなかった。他方、国債流通市場の不在は、発行金利を低位安定化させる役割を担った。また、日本銀行による国債オペの金利は理論価格により行われたため、「国債価格は支持され」、したがって発行利回りは「低位に安定」されたのである。

しかし1970年代に入ると、上述のような戦後の金融システムは維持することが次第に困難になった。まず1971年には「ニクソン・ショック」により為替レートが戦後初めて円高方向（\$1 = ¥360 → ¥308）に調整され、さらに1973年の第一次石油ショックによる「スタグフレーション」は、国債の大量発行による財政出動による日本経済の下支えを必要とした。しかしこの大量発行は国債引受シンジケート団の引受け負担を大きくしたために、1977年に政府は銀行に対して保有国債の「流動化」を認めざるを得なくなった。その結果、わが国において本格的な国債の流通市場が成立することになった。このことは、流通市場で成立する国債の売買価格、すなわち国債金利を政府がコントロールすることができず、自由金利市場が誕生することにつながった。このため、新規発行国債の発行条件、すなわち応募者利回りは国債需給によって

決まる流通市場金利を勘案して決定せざるを得なくなった。

一方、国債の大量発行は、その条件付売買市場である「現先市場」の拡大という金融革新を生み出すことになった。現先市場で成立する金利は短期の自由金利であり、従来の規制金利であった銀行預金（法人預金）が現先市場へと流出するという事態が発生した。これが「日本版デイスインターミディエーション」である。このデイスインターミディエーションの発現はわが国初の自由金利預金である譲渡性預金証書（CD）を1979年に生み出し、それ以後の預金金利の自由化を段階的に推進していく大きな要因となった、と著者は指摘する。

他方、戦後の経済成長戦略が奏功し、日本の国際収支（経常収支）は、1960年代末以降、黒字傾向が定着することになった。金融自由化以前の時期において、日本銀行の金融政策はともすれば政府の経済成長戦略の金融面の支援としての役割を課せられ、マイルドなインフレーションを甘受させられる立場におかれ、中央銀行としての政府からの独立性は十分に確保されてこなかった。そのような状況の中であって、IMF体制の下、固定為替レート制度を維持するためには、景気が過熱した際には、外貨準備が減少したためにいわゆる「国際収支の天井」が金融引き締めトリガーとなった。このため、結果的には、日本銀行の政府からの独立性の不十分さから生じる金融緩和を阻止し、景気過熱を未然にかつ自動的に抑止する役割を果たした。これは、1960年代にR・マンデルやM・フレミングによって開発された仮説のモデルであり、今日では「国際金融におけるトリレンマ」(The Impossible Trinity)として知られている。³⁾

しかし経常収支黒字傾向の定着により「国際収支の天井」による抑制作用が金融政策の転換に影響することはなくなった。また、この国際収支不安の払拭と国際資本移動の活発化は1980年の外国為替管理法の改正へとつながり、「資本の自由化」が進展することになる。これは筆者の指摘する①金利規制、②業務分野規制、および③内外分断規制〔自由な国際資本移動規制(引用者補足)〕からなる、金融における戦後規制の3本柱のうちの一つの自由化の達成である。しかしながら、このように金融の自由化・国際化が進展するなか、日本銀行の金融政策もそれ以前のあり方とは異なったものとならざるを得なくなっていった。それにもかかわらず、1942年に改組された日本銀行法〔旧日本銀行法〕は戦時中の立法であり、政府の統制色の強いものであった。同法の改正は1997年の新日本銀行法の成立、1998年の施行まで半世紀以上にわたって見送られた。「国際金融におけるトリレンマ」仮説に立てば、1973年春の固定為替レート制度から変動為替レート制度への移行と1980年の国際資本移動の自由化によって、日本銀行の金融政策はその独立性・自立性を獲得できたはずである。しかしながら、旧日本銀行法の制約により、それは十分に実行可能なものとはならなかった。

著者は、「1970年代前半の日本銀行の金融政策には大きな失敗があった。それは第一次石油ショック時の狂乱物価と呼ばれるハイパーインフレーションを抑制できなかったことである」と指摘する。上述のとおり、日本銀行は公定歩合や預金準備率の引き上げ、窓口指導の強化等の金融引き締め策をとったが「スタグフレーション」を抑制することはできなかった。その後、日本銀行は金融政策の運営上、物価の安定

をそれまで以上に重視する政策スタンスを取るようになった。

1980年代の金融の自由化・国際化の下、国際資本移動が活発化して日米間の経済不均衡が拡大し、1985年の「プラザ合意」に基づく大幅な円高による景気後退を懸念した政府は、日本銀行に対して国内金利の引き上げを回避するべく圧力をかけた。しかも1970年代前半と異なり、消費者物価は低位安定していた。そのため、日本銀行は低金利政策を継続し、株価や地価の高騰を招き、1980年代後半に「バブル経済」を発生させた。著者はこのバブルを防止できなかったことが日本銀行の金融政策の2つ目の失敗であると指摘する。

日本経済はバブル崩壊後、長期の低迷に陥ったが、1990年代半ばには景気回復の兆しが生じた。しかし当時の橋本政権が財政構造改革路線に転換し、消費税率引き上げ等の財政引き締め政策を採用した。その結果、景気の「二番底」に陥り、金融機関の不良債権処理も進捗しないまま、1997年には金融危機が発生した。このような日本経済の低迷と金融危機の進展は日本銀行に対して追加的金融緩和措置を迫る政治的圧力となった。しかし政策金利の無担保コール翌日物金利(ON金利)は0.25%とゼロ近傍にあり、金利の非負制約の下、これ以上の緩和措置は困難であると考えられた。

しかし日本銀行は1999年2月にON金利をゼロ近傍まで引き下げ、同年4月には「デフレ懸念が払拭されるまで」この政策を継続するとの方針を発表した。これがいわゆるゼロ金利政策の「時間軸効果」であり、長期国債の買切りオペの金額の増額もあり、長期金利を抑制する作用が働いた。この異例とも言えるゼロ金利政策を日本銀行は2000年8月に政府の反対に抗し

て解除したが、不運にもその直後の「IT バブル」崩壊があり、日本銀行は2001年3月に実質的なゼロ金利政策である「量的緩和政策」を採用した。金融調節の操作目標を ON 金利から金融機関が日本銀行に預ける当座預金（日銀当預）残高に変更した。当初、その残高目標は所要準備残高より1兆円多い、5兆円に設定された。その際、日本銀行はこの政策を「消費者物価指数の前年同期比が安定的にゼロ・パーセント以上になるまで継続する」と約束した。同時に、より潤沢な資金供給のための長期国債買切りオペの増額も約束せざるを得なかった。その際、日本銀行は長期国債の保有額を日本銀行券の発行残高を上限とする「銀行券ルール」を自ら設定した。この長期国債買切りオペは流通市場からの買入れであり、新規発行国債の直接的な引受（「財政法」第5条）とは異なるとはいえ、「量的緩和」政策の期間中に月間買入れ額は1兆2000億円まで膨張した。著者はこれでは、事実上の「日銀引受」であるとの見解を表明している。

いわゆる主流派経済学者が主張した「ポートフォリオ・リバランス効果」は発現しないまま、日本経済の自律回復により、量的緩和政策は2006年3月に解除された。これに伴い、日本銀行の金融調節目標も日銀当預残高からふたたび ON 金利に変更された。ゼロ金利政策への復帰である。その後、日銀当預残高も徐々に減少していったが、それを「金融引締め」とは、当の日本銀行を含めて誰もいわなかったことは、日銀当預残高目標の拡大は「金融緩和などではなかったと認めたことになる」と著者は批判しているが、これは当を得た批判であろう。2006年7月には、この「復帰ゼロ金利政策」も終止符が打たれ、ON 金利は再び正の水準を回

復した。日本銀行の金融政策は ON 金利を誘導するオーソドックスな姿に戻り、日銀の貸出（スタンディング・ファシリティ）金利はその上限を画する枠組みとなった。この段階で日本銀行は「公定歩合」の呼称を止めた⁴⁾、と著者は指摘する。

著者は、第2章「準備預金制度の変貌」で、①日本における同制度の導入の経緯を紹介し、同制度の性格についての従来の説明、すなわち準備率操作は日本銀行による強権発動ではなく、銀行業務にかかわる政策意図がこめられたものであるとする西川（1984）の説を支持している。また、イギリスや中国など諸外国の準備預金制度にも言及し、著者の研究範囲の広さを示している。アメリカのサブプライム・ローン問題を契機とする世界的な金融危機への対応策の一つとして、わが国では補完当座預金制度が導入された。これは超過準備に対して付利を行うものであり、政策金利の誘導水準マイナス0.2%とされた。これは一種の預金ファシリティであり、政策金利の下限を画することを意味し、この措置により「ゼロ金利を通過しなくても超過準備の供給が可能になった」、との著者の見解を示している。その後、同様の措置がイギリスやアメリカでも採用され、世界金融危機の下で同制度がまた新たな変貌を遂げつつある、と主張していることも注目しうる。

第3章「国債累積と金融システム」では、量的緩和政策の下で日本銀行が国債保有を増加せざるを得なかった経緯や日本銀行のバランスシート上、貸出よりも国債が望ましいとする「成長通貨供給論」の経緯が検討され、その結果中央銀行の保有資産として国債が望ましいとする議論は国債の大量発行・累積を前提とした「循環論法」に過ぎないことを明らかにしてい

る。少子高齢化が不可避の日本において、中央銀行の金融政策運営が国債累積を前提とせざるを得ない状況が今後も長期間継続する中で、いかに中央銀行の独立性を確保するかの議論が重要である、との貴重な指摘をしていることも注目に値する。

第4章「金融政策と国債市場」では、日本銀行による長期国債買切りオペと国債市場との関係を、オペの対象国債の観点から、米ニューヨーク連銀のオペとの比較を交えつつ、ストック分析とフロー分析により考察している。その分析結果から、「日銀による買切りオペは国債の需要を補完する役割を担っていると結論」づけている(下線は引用者)。また日本銀行による国債価格支持政策を疑わせる2つの施策を検討し、「たとえ国債の価格支持政策として導入されたとしても、その意図した効果を挙げた可能性は低い」として、客観的な判断に留める「冷静な判断」を示した。さらに、この結論を受けて、第5章「金融調節オペレーションは金利の期間構造に影響を与えるか—英米比較—」で、アメリカの買切りオペと金利との関係を計量経済学的手法で分析し、その比較対象としてイギリスを取り上げる。Campbell and Shiller (1991)のモデルを改定して独自の推定モデルを導出し、長期金利の変化とオペとの関係を推定する。その結果、「長期オペによる金利への直接的影響はアメリカについてしか検証することができなかった」とする。さらに、オペ全体による資金供給が期待物価に及ぼす影響について計算した結果、「両国ともオペ比率の上昇は期待物価の低下につながることを示された」とする。以上の結果から、日本の政策へのインプリケーションとして、著者は「日銀による長期オペは中・長期金利に直接的な影響を与えないよ

うに実施されるべき」こと、および「中・長期金利の安定は発行政策を通じた国債管理政策に割り当てるべきである」とする、金融政策との政策割当を提唱する点は注目に値する。

第6章「中央銀行の独立性強化とアカウンタビリティ—イギリスと日本を中心に—」では、中央銀行の独立性議論についてイギリスと日本を比較する形で何が問題とされているかを金融政策の手法や国債管理政策との関連について考察する。著者は、イギリスと日本の中央銀行の金融調節方式の変更や制度変更を丹念に跡付けた考察の上で、中央銀行を政府とは別の組織体とすることが「インフレーションの弊害を認識した資本主義の叡智」であると指摘する。さらに、1990年代のイギリスおよび主要国のインフレ目標方式の導入に関して、物価とマネーとの関係が希薄化し、それ以前に隆盛を見せたマネタリズムへの懐疑がインフレ目標方式の採用の大きな理由であると主張する一方、今次の世界的金融危機においてその限界が明らかになったとする同方式不支持の立場を鮮明にする。「結局、中央銀行は一般物価を中心に各種経済指標を参考にしつつ短期の市場金利を誘導するという存在であり、その行動を市中銀行との取引を通じて行っていく。その行動には政府からの圧力がないほうが、すなわち独立性が強いほうがインフレーションに陥る確率は少なく、経済のパフォーマンスが良い場合が多いからである」と結論付ける。しかし独立性の反面、中央銀行の行動にはアカウンタビリティが要請されることも主張する。書評子としても著者の結論に賛成ではあるが、「研究書」の主張としてはその実証的裏づけを明示することが望まれる、と指摘せざるを得ない。

第7章「物価連動国債の機能と金融政策」で

は、主要国の中央銀行が金融政策の目的として「物価安定」が掲げられている、と指摘する。著者は、そのうちイギリスをはじめ数多くの国がその目的を達成するためのフレームワークとして「インフレ目標」（インフレーション・ターゲティング）方式を採用しており、その際に目標とするインフレ率として「期待インフレ率」に注目するべきであると指摘する。そしてその期待インフレ率を測定する指標として「ブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）」の採用を推奨する。これは物価連動国債と名目固定利付き国債の利回りから導出される。著者は、物価連動国債の特徴を説明した上で、その発行市場と保有構造についての国際比較を行っている。その上で、BEIが金融政策運営上の指標となるか否かを、日本を対象に検証する。

$BEI = \text{名目金利} - \text{実質金利} = \text{期待インフレ率} + \text{インフレ・リスク・プレミアム} - \text{流動性（リスク）プレミアム}$ 、と定義される。

著者は、短期金利の非負制約と日本銀行のインフレ目標ゼロ・パーセントという先見的な情報を基に、BEIと短期金利に関して検証した結果、わが国において「BEIが金融政策の指標としてある程度の（無視できない）有用性を有している」との結論を導いている。さらに、国際比較から、「物価連動国債が高齢化社会に適した金融商品であり、今後日本でも年金基金・保険会社による需要の顕在化が期待」できると予想している。

第8章「期待インフレ率指標と金融政策—英米比較—」では、第6章および第7章の議論を踏まえて、期待インフレ率と金融政策の関係について、中央銀行の政府からの独立性を十分に考慮したうえで分析している。具体的には、バイブリッド型の期待所得に基づくIS曲線と

NKPC（新しいケインズ経済学モデル）を前提に、中央銀行が最適裁量政策を実施すると仮定して「テイラールール型の金利ルール（政策反応関数）」を導出し、そのモデルに基づいて①期待インフレ率と金融政策の関係と②中央銀行の独立性を分析する。

同モデルに基づいて、期待インフレ率から導いたインフレ指標が金融政策運営上の「参照値」として実際のインフレ率よりも有用か否かを検証する。その結果、英米ともインフレ指標が金融政策の参照値として有用であるとの結果を導くが、実際のインフレ率指標よりも明白に優位性があるとは認められないとの結論を得ている。次に、著者は中央銀行の政府からの独立性を確保するための制度的措置が金融政策を表す政策反応関数に反映されているか否かを検証する。その結果、金融政策の目標を法律に明記するなど、政策の透明性を高めること自体は重要ではあるが、それが中央銀行の独立性を実際に強化・確保するかは直接的には関係がない、との結果を得た。この英米を対象とした分析結果から、わが国の金融政策について2つの示唆を提示している。①期待インフレ率の指標を積極的に金融政策の参照値、情報変数として活用すべきこと、そのためには物価連動国債の市場を整備し、流動性を高めるべきであるとの政策提言を行っている。②日本銀行は敢えてインフレーション・ターゲティング方式を採用する必要はない、との提言である。それよりも、金融政策運営上の重要な目標を明確に定め、その政策運営の「透明性」を高める努力を続けることが重要であると指摘する。この後者の結論に関連して、2008年以降のイングランド銀行（BOE）の事例を挙げている。2008年以降、BOEは目標とするインフレ率（消費者物価指

数)がインフレ目標値を大幅に下回っているにもかかわらず、金融危機後のイギリス経済の下支えのために、政策金利を引き下げざるを得なくなった事態に言及している。すなわち、BOEの今次の金融政策運営の場合、そのインフレ目標という枠組みのゆえに、かえって政策目標と金融政策運営上の透明性が損なわれた、と指摘していることは特に注目すべき点である。さらに、中央銀行のマクロ的な目的である物価安定とミクロ的目的である金融システム安定性の維持とをいかに整合的に維持するか、という金融政策運営上の難しさを指摘している。

しかしながら、今次の世界金融危機後の主要国の金融システム安定化対策として、従来のミクロ・プルーデンス政策に加えて、マクロ・プルーデンス政策の必要性が世界的に議論されている現状を踏まえれば、著者には、いま一步踏み込んだ提言が期待される。この点は、今後の検討課題といえよう。いくつか今後の課題があるにしても、本書は、GDPの2倍近くに膨張した近年におけるわが国の国債累積問題(国債発行・流通市場の変貌)と「ゼロ金利・量的緩和政策」という金融政策運営上の大きな構造的変化を、中央銀行の独立性確保という重要な視点を絡めながら、きわめてトピカルなしかも時機にかなった論点を明確に考察した研究書として、類書にない貴重な貢献を学界に提供してい

る好著であることには間違いない。高度な研究・分析のレベルを保ちつつ、初学者にも易しくキーワードを解説するなど、ほどよくバランスの取れた著作に仕上げられている。最後に、けっしてその重要性が低いからではなく、否むしろ、書評者がもっとも高く評価したいと考える点は、本書が「財政規律こそが金融政策の独立性にとって本質的に重要な基盤である」と示唆している点である。

注

- 1) 日本銀行が「取引先の金融機関に対して、一定期間の貸出増加額を適当と認める範囲内に止めるように要請する制度」。これは1991年にその役割を終え、1996年以降は、「原則として貸出に依存しない金融調節を行うようになっていく。」(日本銀行金融研究所編(2000)、113ページ。)
- 2) 日本銀行金融研究所編(2000)、113ページ。
- 3) Krugman, P. (1999)。
- 4) 日本銀行金融研究所編(2000)によれば、「2001年初をめどに日銀当預決済における時点決済を原則として廃止し、即時クロス決済に一歩化する」ことにして、「その実施日から…『基準割引率および基準貸付利率』として一歩化する」としている。(85および133ページ参照)

参考文献

- 西川元彦(1984)『中央銀行』東洋経済新報社。
日本銀行金融研究所編(2000)『新しい日本銀行：その機能と業務』有斐閣。
Krugman, P. (1999) "O Canada: A neglected nation gets its Nobel", *Slate*, October 19.
(関西学院大学経済学部教授)