

# 金融緩和政策は有効か

— 両建て経済論からの疑問 —

柴田武男

## 一、はじめに

平成一〇年四月一日から施行された改正日銀法によって、「物価の安定」と「金融システムの安定」が日銀の目的として法文上で明確化された。

また、旧日銀法にあった「第四条 日本銀行八主務大臣之ヲ監督ス 第四三条 主務大臣八日本銀行ノ目的達成上特ニ必要アリト認ムルトキ八日本銀行ニ対シ必要ナル業務ノ施行ヲ命ジ又八定款ノ変更其ノ他必要ナル事項ヲ命ズルコトヲ得」と

いう主務大臣、すなわち政府からの監督・命令を示す文言は削除され、政府の経済政策に日銀の金融政策が自動的に従属することはなくなり、日銀の独立性・自主性が日銀法改正によって実現されたといえるが、政府の経済政策と無関係になったわけではない。第四条で明記されているように「日本銀行は、その行つ通貨及び金融の調節が経済政策の一環をなすものであることを踏まえ、それ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」とあり、日銀は政

府の経済政策とは無関係に物価の安定を図っていれば済むということではない。近年のゼロ金利政策の過程で頻繁に議論されてきた論点でもある。

現在のように景気対策が強く求められている経済情勢では、コールレート等の市中金利を低下させて資金コストを低減し、各経済主体の資金借入れ意欲を刺激することによって、景気浮揚を狙うという金融政策が政府の経済政策と整合的である。日銀は景気対策として金融緩和政策が求められ、どのような政策が最も有効かという手段議論はさんざん行われてきたが、日銀が金融政策の発動で、市中金利を下げることに成功したとしても、低金利政策そのものが景気浮揚策としての有効性を喪失してきているのではないかという問題提起をしたい。この問題提起は、ゼロ金利政策がマネーサプライに有効ではないというよくある論理展開ではなく、金融政策の前提たる資産・負債

状況が変化しているのではないかという根本的な問いかけのつもりである。

すくなくとも巨大株式会社、典型的には東証一部上場企業などにとって、金融緩和政策、具体的には低金利政策は景気刺激策にはなりにくいということである。という、巨額な資金を借り入れている赤字部門の企業にとって、低金利による資金コストの低減は収益の改善につながり、投資意欲の向上となるのではないかという反論は当然生じよう。確かに、トヨタ自動車のような超優良会社を除けば、多くの巨大企業は莫大な借り入れを行っている。しかし、巨大企業を単純な赤字部門の存在としてとらえて良いのだろうか。そのことを示唆するのが、次の新聞記事である。

「企業年金の積み立て不足の拡大が止まらない。

二〇〇二年度決算を基に、積み立て不足の多い企

業百社をまとめたところ、積み立て不足の総額は二十一兆円に達した。運用の不振が原因で、増加率は二期連続で五割を超える。こうした中、厚生年金基金の代行返上などで積み立て不足の解消を急ぐ企業も増えている。

・・・中略・・・

上位百社の積み立て不足は合計で二十一兆円に上り、うち八割で二〇〇一年度より増えた。最大の原因は運用の不振だ。また、株式相場の低迷や低金利の長期化などで中期的にも低い運用収益しか見込みにくいとの判断から、六割超の企業が債務の評価に用いる割引率を引き下げた。これは債務の膨張要因であり、年金資産の目減りと相まって積み立て不足拡大につながった。

積み立て不足は資産規模の大きい企業ほど巨額になりがちだ。

最も大きいのは日立製作所で一兆六千億円超。

NTTは九千億円を超え、ともに前期から倍増した。百社の総額は株主資本の二五％に匹敵し、東芝や富士通など十二社は株主資本を超えている。「積み立て不足二兆円——制度変更で債務四割減も（企業年金最前線）2003/10/01、日経金融新聞）」

この記事によると、「株式相場の低迷や低金利の長期化」などで低い運用収益しか期待できないということが原因として、企業百社で「積み立て不足の総額は二十一兆円」に達するという。日立製作所になると一社で一兆六千億円超の積み立て不足というのであるから厳しい状況といえる。この記事のポイントは二点、一つは厚生年金基金を設立している企業は巨額の年金資産を運用している資産の運用主体であるということ、もう一つは「債務の評価に用いる割引率を引き下げた」こと

が「債務の膨張要因」であるということである。割引率の問題は後に論ずるとして、まずここで取り上げたいのは運用主体としての側面である。

各企業の設立した厚生年金基金に積み立てられた年金給付の原資は年金資産として運用されている。また、退職給付の観点からすれば積み立てられて支払われるべき債務であり、予測給付債務に満たなければ積み立て不足として補填の対象となる。一定の目標額のある運用資産なのである。つまり、厚生年金基金を設立している企業は、企業活動の観点からは多くが借入れを行っている赤字主体であるが、同時に年金資産を運用しなければならぬ黒字主体でもある。ここに両建てという考え方が提起できる。

つまり、低金利政策を導入すれば借入れコストが低下して企業収益が上昇する期待が生ずる反面、年金資産運用面で低迷し積み立て不足の補填

も迫られるということになる。企業が資産と負債の両建てで金融政策に対応しなければならぬとしたら、金融政策そのものが有効性を薄めていくということにならないのか。これが、両建て経済論からの疑問というわけである。

## 二、日銀のゼロ金利政策の有効性

経済主体が資産・負債の両建てで低金利政策が効かないという問題提起は、一つには金融政策は有効かという議論に関連する。そこでまず、近年のゼロ金利政策に関する見解をいくつか検討しておきたい。まず加藤出氏は、短資会社に勤務する実務家の立場からゼロ金利政策を「量的緩和策の下、インターバンクでは連日凄まじい規模の余剰資金が溢れているが、期待された量的緩和は現れてこない」(『日銀は死んだのか』日本経済新聞

社、二〇〇一年一月、一頁)として、金融の教科書にある信用創造の説明は「高度成長期、あるいはバブル期までなら銀行行動の現実に比較的近かったと思われる」としながらも、「①銀行がリスクを全く考慮せずに、利潤を最大化すべく、常に可能な限り貸出を増加させる点。②しかもそれに応じて必ず企業に資金需要が存在する点」(同書、六一頁)に違和感があると指摘している。②の論点は興味深い。フランスの経済学者J・B・セーの「供給はそれみずからの需要をつくりだす」論を想起させる。資金供給(貸出)があれば常にリスクフリーで資金需要(借入)があるというセーの世界であれば、信用創造は円滑に行われるが、現実には借入需要が生じてこず、量的緩和政策にもかかわらず現実には貸出は減少したのが歴史的事実である。ゼロ金利政策で短期金融市場が機能喪失したことを悲嘆する同氏は、ヘリコプ

ター・マネー論にも典型的な調整インフレ論として国民生活の観点から反対する。結局、「金融政策は魔法の杖ではない」として、「まずは不良債権処理から一歩一歩進めていくしかない」(二一九頁)という結論に落ち着く。

「金融政策は魔法の杖ではない」としても、そこにしがみつきたくなるのが金融研究者というもので、ここで金融緩和政策に関する理論家達の議論を『金融政策論議の争点』(日本経済新聞社、二〇〇二年七月)という書物で検討しておこう。冒頭の深尾光洋氏の論点は「日本銀行は近年の需給ギャップを過少に評価している」(二〇頁)という点に尽きる。氏にとってはデフレこそが諸悪の根源であり、「デフレからの脱却は金利上昇を伴う。そのタイミング次第では、実質債務超過の企業が倒産したり債券価格の暴落で、銀行や生保が破綻する可能性も大きい」(七九頁)としても、

とにかくデフレ退治なのである。このために氏は、金融政策ではなく課税政策を提案する。「政府が保証する金融資産に対する課税」が氏の主張であり、「国債、政府保証債、地方債、郵便貯金、郵便振替、簡易保険、預金、現金」が対象となるが、問題は金融機関の管理下でない現金である。「現金に対して課税するには、毎年日銀券の色とデザインを変更し、古い銀行券にはその税率に対応する印紙を貼り付けることを義務づける」(七八頁)ということに対応するというのであるから、現金志向の強い日本国民にとって財布の中身がカラフルになるという楽しみは増えるが、取り扱いのコストは膨張するであろう。氏の議論にしても金融政策ではなく課税政策で提案政策の実現を提起するという意味で、やはり「金融政策は魔法の杖ではない」のである。

次章の新保生二氏の議論は、「技術革新や消費者の嗜好の変化など絶えず起る環境変化にうまく対応できた企業が生き残り、対応できなかった企業は退出していく」(二〇八頁)という構造改革の重要性を指摘しながらも、こうした政策が効果を発揮するためには時間がかかるとして、「デフレの深刻化を避け、財政破綻を避けるためには九〇年代に入ってほぼ一貫して低下傾向を示してきた名目成長率を高めることが不可欠であるが、それを実現するためにはマネーサプライ増加率を高めることが不可欠である」として「思い切った量的緩和が必要」(一一九頁)としている。しかし、氏の議論からすれば、こうしたマネーサプライの増加が、構造改革につながるこの論証が必要ではないのか。氏も指摘しているように日本経済の本質的な改革が、産業構造の変化にあるとしたら、マネーサプライでとりあえ

ずの景気回復策ではなく、小泉流の「痛みに耐えた構造改革」の方が説得力はないか。少なくとも、マネーサプライ増大論は、対処療法としてのみ有効であるという議論であり、ここでも「金融政策は魔法の杖ではない」ということになる。

第三章の岩田一政氏の議論はより明示的である。氏の指摘する「ゼロ金利政策は、操縦桿がうまく機能しないまま飛行を続けることに等しい政策レジームなのである。この意味で日本銀行が一九九〇年代前半にゼロ金利に近い状況に追い込まれたこと自体が「政策の失敗」である。」(一四〇頁) という指摘は説得的であり、「日本の再生を図り、デフレを克服するためには、産業の新機軸と技術革新の興隆を通じて自然利子率を引き上げることの問題解決の鍵があることは強調してもし過ぎることはないであろう」(一五四頁) という

指摘も説得的である。では、そのために金融政策はどうあるべきか、というところ「不良債権は、日本経済の自然利子率を低下させることによってデフレ・スパイラルを引き起こしやすくする作用をしていることを明らかにした」(一五四頁) という分析しかなく、金融政策でどうにかなるといふ言は見あたらない。

それでは、当事者たる日銀関係者はどう考えているのであろうか。第四章「量的緩和採用後一年間の経験」を執筆しているのが、日本銀行企画室審議役の白川方明氏である。もちろんここでは個人的見解と断っているとしても、当事者の意見として興味深いのが、「物価上昇を実現する有効な手段がない中で、日銀が単に目標インフレ率を公表しても、インフレ予想が変化するようには思われない。」(二〇九頁) という慎重なスタンスである。氏はまた、日銀の影響力についても「金融緩

和によつて預金取扱い金融機関行動が積極化し、マネーサプライが増加することを期待することは難しい。「(二〇四頁)」と悲観的である。当事者であればあるほど、我が身の影響力について悲観的になるのも首肯できる。

むしろ応援団の方が明快である。大御所の小宮隆太郎氏は周知のように「日銀の現在の金融政策はほぼ百点満点と思う」(三〇二頁)という日銀擁護派である。同氏は「金融の世界では、政策当局が金利を決めれば、それに対応する資金の需要量・供給量が決まるはずであり、金利と量の両方を金融政策でコントロールしようというのは原理的に無理である。」(二六四頁)という「初歩的なミクロ経済学の理解」から、同氏は「物価上昇率をプラスにすること、実質経済成長率をせめて二パーセントくらいにすることが望ましいことは、誰も百も承知のことだが、そのための手段がなか

なかつからないのが現状である。」(三一〇頁)と結論している。つまり、日銀といえどもできないことはできないのである。また、同氏は「平均的な国民がかなりの額の金融資産を持ちまた住宅ローンを借りることができるようになった今日の先進諸国では、家計の消費・貯蓄行動を考える際に、ケインズ派よりも新古典マクロ派を出発点にした方が概して適切であると考えている」(二四六頁)と指摘しているのは、本稿の問題意識からも注目できる。「消費は今期の可処分所得ではなく、家計の富に依存する」という考え方を提起する文脈での記述であるが、家計部門が金融資産を持つと同時に住宅ローンという負債を抱える両建ての経済主体であり、先進諸国での金融資産状況が変化しているとの認識は本稿に近い。

この点を、企業という経済主体を対象に以下の節で検討する。

### 三、資産運用主体としての企業の積立金不足問題

企業部門は借入主体として赤字部門であると同様に、厚生年金基金にみられるように膨大な資産運用主体でもある。二〇〇三年度末時点での厚生年金基金（厚生年金基金連合会除く）の資産残高は四二兆一、一三〇億円という膨大な金額である<sup>1)</sup>。この企業年金制度は二〇〇一年に大きく制度改革され、「確定給付企業年金」と「確定拠出企業型年金」の二本立てになった。それに伴い、現行の適格退職年金制度も廃止されるという抜本的なものである。企業会計基準の設定や労働市場の流動化なども指摘されるが、制度改革の大きな理由は下記に指摘されているような年金資産の運用難である。

「厚生年金基金にしても、適格退職年金にしても、企業の外に、掛金を拠出して積立金を作り、それを運用して、年金の原資を形成する。いずれも確定給付型の年金制度であり、しかも高度成長期の右肩上がりの経済成長を前提とした制度設計となっていた。そのため、バブル経済崩壊後の経済環境の激変に対応できないという問題を抱えることになった。たとえば、制度は年金数理にもとづいて運営されるが、その際用いられる予定利率は固定されている。ところが、金利の著しい低下によって、予定利率を下回る利率でしか運用ができなくなり、積立不足となって、将来の給付の支給が不確実になる恐れがあるという問題が生じた。厚生年金基金を持つ企業では、この積立不足の問題は別の形で現れる。すなわち、不足分を特別掛金といった形で企業が負担しなければならなくなつたのである。」<sup>2)</sup>

一九九七年度から原則自由化されたが、それまでは五・五%の予定利率で固定されていて、それを下回ると代行部分を含めて企業が負担しなければならなくなる。九〇年代以降の株価の低迷と利回りの低下は、五・五%という予定利率が相対的に高いものとなり、運用難に苦しむこととなる。

低金利政策は、年金資産を運用する立場からすれば企業にとって収益を圧迫することを意味する。

厚生年金基金の資産運用割合をみると、債券二〇・一%、株式二八・二%というのであるから<sup>(3)</sup>、

株式投資の割合を増大させれば、必ずしも低金利で利回りの低下に直結しないと指摘もありえようが、そうはならない。予定利率は自由化されたが、恣意的に設定できるのではなく、「安全性の高い長期の債券」利回りを参考に決定することになっている。具体的には、国債あるいはA A格以上の優良社債の利回りを参考に設定することと

なっている<sup>(4)</sup>。優良社債の利回りは、信用リスクはほとんど無いから市中金利に連動する。つまり、日銀が低金利政策を採れば、市中金利は低下し、市中金利が低下すれば予定利率も低下する。予定利率が低下するということは、割引率が低下するということで、退職給付見込額に対する割引現在価値である退職給付債務は自動的に膨れあがる。

退職時までの標準年数は企業によって異なるが、例えば一五年として割引率が一%低下すると債務は一五%増大するという<sup>(5)</sup>。

五・五%という予定利率は現状では非現実的であるから、当然引き下げられているが、現実の国債までの利回りに低下させると、大幅に退職給付債務は膨れあがり積立金不足が巨額化する。それを避けて、現実の運用利率より高めに予定利率を設定すれば、予定利率に達せず毎年運用損が表面化する。現実にはこの二つのことが同時に生じて

図表 「主要企業の積立不足額データ」

社名	不足額（億円）	備考
トヨタ自動車	6,000	
日産自動車	5,800	
東芝	5,738	★
三菱電機	5,391	★
富士通	4,000	
東日本旅客鉄道	4,000	▲
本田技研工業	3,000	★
三菱重工業	2,800	▲
日立製作所	2,200	▲
旭化成工業	1,400	▲
クボタ	1,384	★
三菱商事	1,290	▲
日本通運	1,100	
中部電力	1,000	▲
東レ	900	▲

(注) 備考欄：無印は連結ベース、▲は単独、★は米国基準連結  
 (出所) 『企業会計10月別冊』『退職給付会計』中央経済社、2000年10月、176頁。

いる。多くの企業年金で、予定利率の引き下げで年金債務が膨れ上がり、それでも現実の運用利回りより高めで運用損が生じている。その結果、大手企業各社には図表にみられるように、巨額の積立金不足が発生した。日立製作所は、代表的な例として「同社は、一、八〇〇億円の積立不足を二〇年間の定額償却から、一七％の定率償却に変更。九八年三月期には四三八億円を特別損失に計上した。この日立製作所の対応は、他社にも影響を与えたりリーディング・ケースと考えられる。」その理由として、「株価重視経営」あるいは「企業価値創造経営」を掲げる多くの企業にとって、年金会計基準によって積み立て不足が露呈すること、投資家からマイナスの判断をされるということ、株価の下落誘因となり得るからである。<sup>6)</sup> それでは、こうした事態を年金問題の専門家はどうか考えているのか、本稿の問題意識に近い論考を

検討してみる。

#### 四、企業年金の積立金不足をどう考えるのか

実勢運用利回りと予定利率との逆さやによる利差損の拡大を問題視して、飯田彬氏は、「この政策の解除時期をめぐって、デフレ懸念が払拭されたかどうかとの神学論争が行われたが、経企庁の診断では九九年四月に景気は底をついた（二〇〇〇年六月発表）わけであり、そもそもゼロ金利政策が真に必要であったのか疑問を抱かざるをえない。一九九三年以降の低金利政策の下で生じてきた家計の利子所得の減少、年金制度の財政危機などのマイナス面を上回るプラスの経済効果がゼロ金利政策という超低金利政策によりもたらされたのかどうか、また、景気が底をついたあと、二〇〇

〇〇年八月までの長期にわたりゼロ金利政策を継続させる必然性があったのかどうかなど、今後の厳密な検証が必要だろう。」と主張している。

立場が違えば意見は当然異なるが、金融政策による景気浮揚策を模索する金融研究者の多くがさるなる「量的金融緩和」を求めているときに、年金財政を懸念する研究者はゼロ金利政策のマイナス面を強調して、その解除の遅れを非難している。また、金融研究者はデフレが実質では債務者から債権者への所得移転であり、デフレ自体が債権者つまり資産運用主体にプラスに作用すると指摘するかもしれないが、会計実務では実質と名目の区分はない。名目での金額表示がすべてである。いくらデフレで実質的に資産価値は増大していると主張しても、企業会計上そのようには処理されない。金融理論で企業は動くのではない。会計実務に影響されるのである。

同時に指摘されるべき点は、このような年金債務が多くの場合「隠れ債務」として存在していることである。ALMは企業経営の常識であるが、年金債務はそもそもこのAにもしにも入らない別個の存在としてありながら、積み立て不足（未認識債務）として会計基準の変更で突如登場してきた。そして不足分は収益からの補填の対象となり、収益の圧迫要因となる。ならば、「退職給付制度が企業経営に与える影響を考えれば、両建て計上の方が情報開示としては優れている。また、年金基金を金融子会社と見る考え方もあり、その連結としてみれば、両建て計上にすべきであるとの見方にもなるだろう。」<sup>8)</sup>という指摘には説得力がある。「年金を金融子会社」として見るというのは卓見で、連結決算すれば企業会計上理解しやすくなるが、会計上そうした扱いにはなっていない。

それは、企業会計審議会が「退職給付に係る会計基準の設定に関する意見書」（一九九八年六月）で次のように指摘しているからである。

「企業年金制度を採用している企業には、退職給付に充てるため外部に積み立てられている年金資産が存在する。この年金資産は退職給付の支払のためのみに使用されることが制度的に担保されていることから、これを収益獲得のために保有する一般の資産と同様に企業の貸借対照表に計上することには問題があり、かえって、財務諸表の利用者に誤解を与えるおそれがあると考えられる。」<sup>9)</sup>

つまり、外部に積み立てられ、用途が決められている年金資産は、企業の一般の資産と区分すべきということになる。これはこれで一つの考え方

であるが、逆に公平な年金債務の算定、および年金債務の企業価値への影響を正しく投資家にとつて伝えるのかという点に課題は残されている。

## 五、むずびにかえて——両建て経済

### 論の意味

資産と負債の両建ての問題を考えると、東京スター銀行の預金運動型住宅ローン「スターワン住宅ローン」を思い浮かべると理解しやすい。スターワン住宅ローンは、「ローンから普通預金を差し引いた残高にしか金利がかかりません。」というもので、住宅ローンが三〇〇〇万円、預金残高が二〇〇〇万円あれば差額の一〇〇〇〇万円にしか金利負担が生じないという金融商品である。二〇〇〇万円の預金があればその分返済すれば同じであると考えられがちであるが、東京スター銀行

によるとそうではないらしい。「普通預金で資産形成していくだけで、繰上返済をしなくても支払う利息が減る」ということで、繰上返済の手続きが不要になる。また、まとまった金額でなくとも繰上返済の効果が得られる。さらに、「預金運動型住宅ローンでは、お手元に預金が残ります。万が一のための資金も、一円も無駄になることなく働いています。これは、繰上返済をするのと比べて、出費に対する備えができていて分だけお客さまのリスク許容度が高いことを意味します。」ということになる。

住宅ローンが三〇〇〇万円に対して預金が三〇〇〇万円あれば、金利はゼロとなる。金利がゼロになれば、金利水準が経済行動に影響することは無くなる。つまり、金融政策で金利をコントロールしても経済主体になんの影響も与えられない。これと類似のことが年金資産を抱える企業に生じ

ているのではないのか。年金資産は別個に積み立てられているから、その資産を流用して負債の返済に廻すことはできない。制度的に資産・負債の両建てが企業に強制されている。年金資産が積み上げれば、借入のインセンティブのために低金利に誘導しても、企業収益は簡単には向上しない。予定利率の見直しにつながれば、年金債務は自動的に膨らみかえって収益の圧迫要因となる。

こうした両建ての関係は、銀行借入と年金資産運用という関係で企業財務に典型的に生じてきたが、これは企業財務だけの問題であるうか。日本銀行の資金循環勘定（二〇〇四年九月末速報値）によると、家計の金融資産は一四一一兆円、負債は三八二兆円となっている。非金融法人をみると、資産が七一四兆円、負債が一二一〇兆円という数字であり、家計・非金融法人とも黒字部門・赤字部門はそれぞれ独立しているかのように金融

政策では取り扱われてきた。企業は年金制度を抱えることで、この負債と資産が一つの経済主体に結びついている場合を指摘できる。それでは、家計ではどうなるのであろうか。総務省の「家計調査報告（二人以上の世帯）平成一五年平均結果の概況（貯蓄・負債編結果）」によると、「世帯主が六〇歳以上の世帯の貯蓄現在高は四〇〇〇万円以上と六〇〇万円未満が共に約二割、世帯主が六〇歳以上の世帯について、貯蓄現在高階級別の世帯分布をみると、四〇〇〇万円以上の貯蓄を保有する世帯が一七・三%と全体の二割近くを占めている。」というように金融資産の多くが高齢者家計に偏在している。

しかし、このことで若年層の世代と家計的な連関はすべて否定できるのであろうか。親の援助で住宅建設という例は枚挙に暇がないであろうから、統計的には見えてこないとしても高齢者の懐

具合が、若年層にも金銭的に大きく影響すること  
を簡単に否定できないであろう。家計の金融資産  
うち七三七兆円が預貯金である。低金利が経済行  
動を活性化すると同時に、金利収入を当て込んで  
いる高齢者世帯の消費意欲を冷え込ませることも  
ありえる。家計部門・法人部門に資産が積み上げ  
られている現状では、景気刺激策として低金利政  
策は機能するのだろうか。

最後にこのような問題意識からもう一度、日銀  
の低金利政策を再検討してみよう。そもそも金融  
政策は有効かという問いであるので、『金融政策  
の有効性』（黒木祥弘、東洋経済新報社、一九九  
九年）という書物を紐解くべきであろう。黒木氏  
は、「所得倍増計画期」、「過剰流動性期」、および  
「バブル期」において「金融緩和の積極的助長、  
金融引締めに対抗する圧力・要請が、わが国の政  
府、および国際政策協調面から強く働いたことが

明らかになった。その結果、日本銀行の金融政策  
策定および運営は歪められ、非合理的な、かつタ  
イミングを逸したものとなった」（二四九頁）と  
いう厳しい評価である。これは旧日銀法下での分  
析であり、独立性を強めた新日銀法を同氏は評価  
するが、「今回の法改正による法的独立性の向上  
が、金融政策の独立性の向上を必ずしも意味しな  
いことは明らかである。」と慎重であり、「わが国  
の金融政策運営の位置づけは、これらの中間的存  
在であり、かつ曖昧さの残るものである。その意  
味で、日本銀行は、最も困難な選択肢に直面して  
いることを十分に認識する必要がある。そして、  
そうした認識に立つたうえで、反インフレ政策  
（資産価格の高騰も含めて）に毅然として徹し、  
日本銀行に対する信認と金融政策に対する reputa-  
tion を、長期的な時間的視野のもとに確立す  
ることが必要不可欠である。」（二七九頁）として

いる。

黒木氏は、日銀の金融政策の有効性を前提に、それが政治的圧力によってインフレ政策に誘導されてきたことを懸念している。日銀に政治的圧力が掛かるのはその影響力からいってある意味で当然であり、またそれに左右されず金融政策の独立性を貫くことも当然でありながら困難なことである。このことに対して、同氏は「日本銀行は、その透明性を高め、法律、制度、慣習等から生ずるあらゆる政治圧力を払拭したなかで金融政策を行う自由度を有するべきである。しかし他方で、金融政策の「独善性」を生み出すものであつてはならない。政策を策定し、運営したものは、はつきりとその成果について責任を負わねばならない。すなわち、「アカウントビリティー」の必要性が法律上、制度上、そしてなによりも、日本銀行の当事者の意識のなかに明確に認識されなければな

らない。議事録の公開を中心とする日本銀行・金融政策に関する情報開示は、なにも中央銀行の政治的独立性を確保するためだけに必要なものではない」（二一八頁）という指摘は重要であり、日銀はすでに議事録要旨を公開しているので、それを手がかりに金融政策の決定場面を本稿の問題意識に限定して考察する。

一九九八年一〇月に日本銀行は、「金融政策決定会合の議事録を、各会合から一〇年を経過した後公表すること」を決定しており、議事要旨は一ヶ月後に公表されていることで、日銀の政策決定過程がかなり理解しやすくなった。そうした情報公開を受けて、日銀の政策決定過程をリポートする二冊の本が相次いで出版されている。一つは、『ドキュメント ゼロ金利 ―日銀VS政府なぜ対立するのか』（軽部謙介、岩波書店、二〇〇四年二月）と『日銀はこうして金融政策を決め

ている』（清水功哉、日本経済新聞社、二〇〇四年九月）であり、前者は速水日銀の金融政策の自主性を求めた苦闘を、後者は福井日銀の新たな歩みをそれぞれレポートした力作である。当然のことながら、日銀の自主性のあり方は総裁の考え方に左右されながらも、新日銀法下の政策委員会での議論は予想以上に活発な印象を受けた。

新日銀法下で最も問われた金融政策は、ゼロ金利の解除である。二〇〇〇年八月一日に日銀はゼロ金利政策の解除を決定し、コールレートを〇・二五％程度まで上昇させたが、「今回の措置は、経済の改善に応じて金融緩和の程度を微調整する措置であり、長い目でみて経済の持続的な発展に資する」という観点から行うものである。」という点から解説され、金融資産の利回りの上昇という点には全く触れられていない。金融経済月報の基本的見解では、一貫して企業の資金調達として負

債管理面を強調されているが、政策委員会においてそうした議論が欠如していたわけではないようである。

一九九九年二月二二日における日本銀行のゼロ金利政策の導入で、軽部氏によると「反対は篠塚一人だけ」（軽部、九五頁）とされている。篠塚英子氏とは、労働経済学を専門とする前お茶の水女子大教授であり、新日銀法下の九人の政策委員の一人である。篠塚氏は、すでに金融政策決定会合議事要旨（一九九八年九月九日開催分）において「こうした金融緩和方向に対する議論に対して、別の一人の委員は、これ以上の金利の引き下げは、企業のリストラの煽りを受けて支出の抑制に追い込まれている家計を一層苦しめることになり、望ましい選択とは言えないと反論した上で、金融調節方針の現状維持を主張した。その委員は、現在の経済情勢は四月以降最悪であることを

認めつつも、貯蓄広報中央委員会のアンケート調査「貯蓄と消費に関する世論調査」において、最近の消費抑制の理由が手取り収入の減少にあることを引用して、この局面で金利収入が減少した場合には、家計支出がさらに抑制され、景気全体にもマイナスとなりうるとの懸念を述べた。これに加えて、現在は企業側からの金利引き下げ要望の声は少なく、利下げをしても経済全体に十分に資金が回るようになることは期待できないのではないかとこの指摘を行った。その上でその委員は、このようなデメリット等を踏まえると、現時点は一段の金融緩和が必要な局面とは思えず、今後下期に本格化する財政支出の効果を待つ方が先決であると結論づけた。」と主張している。<sup>10)</sup>

したがって、日銀において少数派ではあるが資産面に着目して金利政策に言及する意見は存在していた。しかし、「篠塚氏はかねて、低金利で打

撃を受ける年金生活者への配慮などから金利の引き上げを主張することが多く、金利面での景気刺激策を望む政府側とはずれがあった。」(清水、三二二頁)という理由で再任されなかったと指摘されているが、同氏の主張は理論的にどう受け止められているのであろうか。

岩田規久男氏によると、篠塚委員の「この局面で金利収入が減少した場合には、家計支出がさらに抑制される」という部分は、「家計の金利収入という部分しか見ず、マクロ経済の相互依存関係を考慮して全体を見ると、極めて問題の大きい発言で点を欠いている点で、極めて問題の大きい発言である」(岩田、二八—二九頁)と批判している。

岩田氏の主張は、「貨幣の購買力は名目ではなく、物価上昇率を考慮した実質で比較しなければ正確ではない」(九二頁)という点と、「仮に金利引上げによる利子所得の増加のすべてが消費に回った

としても、景気を改善する効果はごくわずかなものでしかない」(九四頁)ことと、「金利の引き上げは在庫投資、設備投資、住宅投資などに悪影響を及ぼし、企業所得と雇用者所得をもに減少させる要因になる」(九四頁)ことである。

金利は名目ではなく実質でというのは金融研究者の常套句であるが、はたして一般の家計主体が実質金利で家計支出を考慮しているのであるか。これは家計支出の問題であるから、消費性向に関わる問題となる。それには消費性向は名目金利ではなく実質金利に左右されるという論証が必要になる。また、金利上昇と企業収益の関係であるが、一貫して資金需要が乏しい中でどの程度の金利上昇がそのまま企業収益を直撃するであろうか。つまり、金利は上昇しても篠塚委員の主張するような景気浮揚策にはならず、かといって岩田氏のように低下させても景気を刺激するに至らな

いのではないか。

新日銀法の施行で日銀の金融政策に注目が集まる中で、ゼロ金利政策の導入と解除は議論のまたとない材料となった。しかし、その多くは「金利の引き上げは、企業所得と雇用者所得をもに減少させる要因になる」という教科書的理解から、引き上げがダメなら引き下げ、ゼロでもダメなら量的緩和という政策提案となっている。一方、日銀内にも「金利収入が減少した場合には、家計支出がさらに抑制され、景気全体にもマイナス」という意見は存在していたが、少数派にとどまっていた。企業の資金需要が低迷しているときに、いたずらに金利を下げてもプラス面だけでは無いという指摘も簡単には否定できない。ゼロ金利政策の導入と解除がこれだけ問題とされたのは、まさしく金利を引き下げても、引き上げて簡単に景気刺激策にはならないという閉塞感が根底にあ

る。その一因として、企業年金に見られるように経済主体が負債と資産を抱える両建ての構造になったことも指摘できるのではないだろうか。

(注)

- (1) 「二〇〇三年度年次報告書 厚生年金基金等における資産運用の状況」厚生年金基金連合会年金運用部、[http://www.pfa.or.jp/top/top\\_rm.htm](http://www.pfa.or.jp/top/top_rm.htm)。
- (2) 岩村正彦「新時代を迎える企業年金法」『ジュリスト』No.1210、二〇〇一年一月十五日号。
- (3) 前掲年次報告書。
- (4) 井上雅彦氏は、「原則として債券に内在する信用リスクなどのリスクプレミアムを割引計算に反映させず、純粋な金利要素の変動に伴う部分を対象とする考え方だ。基準や指針では、「安全性の高い長期の債券の利回りを基礎として決定しなければならぬ」(基準二・④)、「安全性の高い長期の債券」には、長期の国債、政府機関債のほかに、例えば複数の格付機関よりダブルA格相当以上を得ている社債等が含まれる」(指針一)としている。」と解説している。『年金情報』二〇〇四年六月七日号。
- (5) 久保知行「退職給付債務の計算方法」『年金情報』二〇〇四年一月一九日号。
- (6) 『企業会計一〇月別冊』「退職給付会計」中央経済社、二〇〇〇年一〇月、一七六頁。
- (7) 飯田彬「年金財政の危機と確定拠出型年金の導入について」財務省財務総合政策研究所ディスプレイシオンペーパー、二〇〇一年七月、二二頁。
- (8) 久保知行「やさしい年金財務」『年金情報』二〇〇四年一月二日号、一六頁。
- (9) 『企業会計一〇月別冊』「退職給付会計」中央経済社、二〇〇〇年一〇月、一八八―一八九頁。
- (10) 岩田規久男『ゼロ金利の経済学』ダイヤモンド社、二〇〇〇年六月、二八―二九頁。議事要旨には発言者は書かれていないので、正確にはどの審議委員の発言かは議事録の公開を待たないが、他の書物の指摘を考へても岩田氏の指摘するように篠塚氏の発言として間違いないようだ。

(し) ばた たけお・聖学院大学教授  
当研究所客員研究員