

中央銀行の金融政策と国債管理

春井久志

はじめに

いたします。

(主要中央銀行の量的緩和政策)

ただいま御紹介にあずかりました春井と申します。

今日は、「中央銀行の金融政策と国債管理」というタイトルでお話します。ちょっと大げさ過ぎるかなと思いつけたタイトルですが、皆さまの御関心が高い問題について私の考えを申し上げます、いろいろな御意見をいただいで、小論文の質を高めたいと思っています。どうぞよろしくお願

今年一月二二日、欧州中央銀行（ECB）が量的緩和政策を導入することを決定しました。そして、三月五日の政策理事会で国債を購入することに決定しました。その詳細についてはまだ明らかにされておりませんが、ECBが加わったことによつて、アメリカの連邦準備制度（FED）、日本銀行、イングランド銀行（BOE）とECBの四つの世界の主要な中央銀行が、ともに量的緩和

政策という非伝統的な金融政策を施行していることになりませう。これは非常に異例なことだろうと思ひます。非伝統的な金融政策自体が異例です、四つの主要な中央銀行が同時に異例な政策を採用していることもまた極めて異例なことではないかと考へています。

問題は、非伝統的な政策であるだけに、この政策がどのような波及経路で実体経済に影響を及ぼすかがわからないということです。いわば海図のない海に乗り出すような話で、「リフレ派」と呼ばれる人たちは、貨幣量、特にマネタリーベースを増やしていけばインフレになるという極めてシンプルで、しかしわかりやすい論理で金融政策を施行していますが、それに対する異論も多々出されています。

(主要中央銀行の資産の対名目GDP比)

お手元の資料の図表1は主要な中央銀行の資産を対名目GDP比で示したものです。一番下にあるグラフがアメリカのFRB(連邦準備制度理事會)です。その上に、BOEがあり、ECBがあつて、さらにその上に日本銀行があります。

これを見ますと、主要中央銀行は、名目GDPに対してほぼ二〇%から三〇%の大きさの資産を保有しています。それに比べて、日本銀行の資産の大きさが突出していることがわかります。この点が特に御記憶いただきたい点です。これらの中央銀行は、リーマンショック後の経済不況に対応するため、当初は金融システムの危機対策として大量の流動性を供給したのですが、金融システムが安定した後も、景氣の回復が思わしくないため、さらに追加の流動性を供給してきました。いづれにしましても、これらの中央銀行のバランス

シート、特に資産保有高は異常な大きさにまで膨れあがっていますので、いつかは収縮させる必要が出てくるのではないかと考えられています。

(歴史から学ぶ)

その場合、巨額の政府債務の縮減と財政再建が必至であり、いわゆる「出口戦略」がどうしても必要になってきます。重要なのは、出口を出るときに、金融システムが不安定化することを避けなくてはならないということです。ではどうすべきかを考えるに当たって、手がかりとなるのは歴史から学ぶということです。しかし、今行われているのは異例の政策であり、前例がありません。やや類似した事柄をピックアップして、そこから何かを学ぼうというのが今日の講演の中心です。具体的には、一九三〇年代の「高橋財政」と呼ばれているもの、それから一九三二年のイギリスの国

債の借り換え、そして、第二次世界大戦後のアメリカにおいて、国債が累積する中で中央銀行の独立性を保持するための「アコード（合意）」が達成された事実、この三つを取り上げたいと思います。

一、中央銀行のバランスシートの拡大

(1) スイス国立銀行とデンマーク国立銀行の政策運営

(スイス国立銀行)

スイス国立銀行（SNB）は、ユーロに対してスイス・フランをペッグしていました。一ユーロ当たり二スイス・フランでペッグしていました。が、今年一月一五日に突然ペッグを放棄しました。このことは、マスコミの報道で御存じのこと

と思います。ECBが一月二二日の政策理事会で量的緩和政策の導入を決定することが予測されたため、これに先んじてSNBの決定がなされたものと想像されます。対ユーロの為替レートを維持するために、どんどんユーロ資産を買いますと、ユーロ安になったときに、SNBが保有するユーロ建て資産にキャピタルロスが生じます。それを避けるためには、いつまでもペッグを続けることはできないということが、今回、突然対ユーロのペッグを取りやめた背景にある理由なのではないかと考えています。

(デンマーク国立銀行)

デンマークは、一九九二年に国民投票でユーロ加盟を否決しましたが、その後、自国通貨のクローネをユーロにペッグするEMU2に参加しています。デンマーク国立銀行(DNB)は、一月

に四回連続で政策金利を引き下げ、SNBと並ぶマイナス〇・七五%としました。ここでも、金利がマイナスになるという異例の事態が発生しています。なお、二〇一四年末のDNBの資産保有高は、対名目GDP比約二八%で、SNBと比べますとはるかに低い比率にとどまっています。

(2)日本銀行の量的緩和政策

(二〇〇一年以降の量的緩和政策)

日本銀行は、二〇〇一年三月に、世界に先駆けて「量的緩和政策(QE)」を導入しました。その後、二〇〇六年には、物価安定に関する目標がほぼ達成されたとして、比較的円滑にQEを解除することができました。

翁(二〇一三)によりますと、この金融政策は四つの柱から成っているとされています。第一が、金融市場調節の操作目標を無担保コールレ

ト（オーバーナイト物）から日銀当座預金残高に変更すること、第二が、実施期間の目処として、生鮮食品を除く消費者物価指数（全国）の前年比上昇率が安定的に〇%になるまで継続すること、第三が、日銀当座預金残高の当面の目標を五兆円に増額し、市場金利の一段の低下を図ること、第四が、月四〇〇〇億円ペースで行っている長期国債の買い入れを増額することです。ただし、日本銀行が保有する長期国債の残高を日本銀行券発行残高以下に抑える、いわゆる「日本銀行券ルール」が設定されています。

（二〇〇八年以降の量的緩和政策）

二〇〇八年の世界金融危機を契機として、日本銀行は再び量的緩和政策を導入しました。さらに、二〇一〇年一〇月には「包括的金融緩和政策」を発表しました。

湯本（二〇一三）によりますと、この政策は、第一に、日本銀行の政策金利を〇・〇・一%程度で推移するように促すこと、第二に、物価の安定が展望できる情勢になったと判断されるまで、実質ゼロ金利政策を継続する旨を宣言すること、第三に、当初三五兆円程度の金融資産買入等基金を創設することから構成されていました。ただ、二〇一一年三月に東日本大震災が発生したために、これに対応するための緊急措置が取られ、金融資産買入等基金は四〇兆円程度まで増額されました。

その後、政府が円高の進行に対して為替市場に介入し、日本銀行が金融資産買入等基金をさらに増額する動きが二〇一三年三月まで継続されました。この間、二〇一二年二月に「中長期的な物価安定の目途」が設定され、同年一二月には貸出支援基金が創設されました。また、二〇一三年一月

には、新たに政府・日本銀行共同声明が発表され、消費者物価前年比上昇率二%の「物価安定の目標」が導入されました。日本でも「インフレ目標」が本格的に設定されることになったのです。

図表2は、ある講演で黒田総裁が利用された資料を援用したもので、主要国の物価安定目標あるいはインフレ目標を整理したものです。

(二〇一三年四月の量的・質的緩和政策)

二〇一三年三月、白川総裁の退任を受けて、新たに黒田東彦氏が日本銀行総裁に就任しました。同氏が議長を務める四月の最初の金融政策決定会合において、「量的・質的金融緩和政策（QQE）」と称される措置が決定されました。このQQEは、消費者物価前年比上昇率二%の「物価安定の目標」を、二年程度の期間を念頭に置いてできる限り早期に実現し、これを安定的に維持する

ために必要な時期まで緩和策を継続するというものです。具体的には、第一に、金融市場調節の操作目標をこれまでの政策金利（コールレート）からマネタリーベースに変更し、年間六〇〇七〇兆円のペースで増加させること、第二に、長期国債の保有残高が年間五〇兆円のペースで増加するよう金融市場調節を行うこと、第三に、買い入れる長期国債の残存期間を問わないこととし、買い入れ国債の平均残存期間をその当時の三年弱から七年程度と、国債発行残高の平均並みに延長すること、第四に、ETF、JREITの買い入れを、それぞれ年間約一兆円と三〇〇億円のペースで増加させることといった内容を含んでいます。これに伴いまして、従来の金融資産買入等基金は廃止され、同時に「日本銀行券ルール」も一時的に停止されました。合わせて、コマースヤルパーと社債の買い入れもそれぞれ増額され、その

残高を維持することが発表されました。その後、株高と円安が進展したため、アベノミクスの第一の矢は成功したとの評価が一部で現れるようになりました。

(二〇一四年一〇月の追加緩和策)

二〇一四年四月の消費税率の引き上げにより、消費者物価前年比上昇率がプラス一・五%をつけましたが、その後、消費支出が低迷し、また、原油価格の急落を受けて、一〇月には消費者物価前年比上昇率は一%を割ってきました。これを受けて、日本銀行は一〇月末の金融政策決定会合で「追加緩和策」を打ち出しました。これはQQEの拡大策です。その内容は、量的緩和として、資金供給量を年六〇兆円〜七〇兆円から年八〇兆円に増加させ、そのために長期国債の買入れ額を約三〇兆円増加させること、質的緩和として、国

債の残存期間を最大三年延長して七年〜一〇年とすること、ETF、J・REITの買入れをそれぞれ三倍にして、年三兆円と九〇〇億円に増加させることなどでした。

意表をついたこの「追加緩和策」は、直ちに円安と株高を呼び、資産市場に影響を及ぼしたことは明らかです。しかし、今年一月の生鮮食品と消費税の影響を除いた消費者物価上昇率は、前月比〇・六%低下して、プラス〇・二%にまで落ち込んでいます。今年中に〇%あるいはマイナスの上昇率を記録することさえ懸念されています。実際、二月の消費者物価前年比上昇率は、消費税の影響を除くと、〇%に低下しました。果たして脱デフレと経済再生はいつごろ達成されるのでしょうか、関心を呼ぶところです。

(3) アメリカ連邦準備制度の量的緩和と政策

(概観)

非伝統的金融政策としてのアメリカのFEDの量的緩和と政策は、当初「信用緩和と政策」とも呼ばれていましたが、大きく三つに区分されます。これらをQE1からQE3と呼ぶことにしますと、QE1が二〇〇八年一月から二〇一〇年六月までで、一兆七二五〇億ドルを注ぎ込みました。QE2が二〇一〇年一月から二〇一一年六月までで、六〇〇〇億ドルを注ぎ込みました。QE3は二〇一二年九月から二〇一四年一〇月までで、月額四五〇〇億ドルを追加しました。

(QE1)

二〇〇八年九月にリーマン・ブラザーズが経営破綻して以来、金融システムの安定化策として異例の超金融緩和と政策(QE1)がとられました。

政策金利であるフェデラル・ファンド(FF)

レートが事実上のゼロ金利制約に直面した、二〇

〇八年一二月の連邦公開市場委員会(FOMC)

終了後の声明は以下の四点を含んでいました。第

一に、FFレートの誘導目標水準を〇・一%から

〇・二五%に引き下げ、しばらくの間その水

準を維持すること、第二に、FEDのバランス

シートを高水準に維持すること、第三に政府機関

債(GSE)と住宅ローン担保証券(MBS)を

購入すること、第四に、長期国債の購入を検討す

ることです。

その後、アメリカの金融システムは安定化しま

したが、政府債務の累増により追加的な財政刺激

策が打てなくなりましたので、以下のように、需

要刺激策としての超金融緩和と政策が導入されまし

た。

(Q E 2)

二〇一〇年六月のQ E 1終了後も、アメリカの景気回復のペースは遅く、インフレは抑制されていきました。そのため同年一月のF O M CでQ E 2が決まりました。これにより、二〇一一年六月末までに六〇〇億ドルの長期国債を追加購入しました。また、満期が到来した国債償還額を再投資することになりました。Q E 2は、購入資産が長期国債に限定されたこと、景気刺激を目的としたことの二点で、Q E 1と異なっています。

(ツイストオペ)

Q E 2終了後も景気回復がはかばかしくないため、二〇一一年一月に「オペレーション・ツイスト」(ツイストオペ)が決定されました。これに伴い、二〇一二年六月末までに残存期間六ヶ月以下の国債を購入し、同時に残存期間三年以下の

国債を同額売却することとされました。これによってバランスシートの大きさは変わらないということがポイントです。もう一つ、保有するG S EとM B Sの満期到来時に、その償還額をM B Sに再投資することが決定されました。これらのうち、最初に申しましたのがツイストオペです。

(Q E 3)

このツイストオペが継続される下で、さらに強力な金融緩和政策が必要とされ、二〇一二年九月のF O M CでQ E 3が導入されました。その内容は、第一に、月額四〇〇億ドルペースでM B Sを追加購入すること、第二に、労働市場の見通しに改善が見られない場合、物価安定の下でその改善が見られるまでこの措置を継続し、その他適切な措置を講じることの二点です。

第一の資産購入策は期限の示されていない

「オープンエンド型」のものであり、その終了の目処として第二の条件が加えられています。一種の「フォワードガイダンス」と言えます。その後、二〇一三年一二月のFOMCでは、毎月の資産購入額を一〇〇億ドル減らす、いわゆるテーパリングが決定され、先ほど申しましたように、二〇一四年一〇月にQE3が終了しました。

二〇一四年二月に、バーナンキ前議長の後任として、イエレン議長が就任しました。イエレン議長は、雇用情勢の改善が不十分であるとし、テーパリング後の政策金利の引き上げ時期を忍耐強く見きわめるとして、利上げに慎重な態度を続けています。これは、FEDの「デュアル・マント」である物価の安定と雇用の最大化という金融政策の目標を忠実に反映したものであると言ったことができると思います。

(4) 欧州中央銀行の量的緩和政策

(マイナス金利の導入)

ECBは二〇一四年六月の政策理事会で、超過準備への付利金利である預金ファシリティー金利をマイナス〇・一％に引き下げました。ECBの金融政策としては初めての領域に突入したことになります。さらに九月にはこれをマイナス〇・二％へと引き下げました。この結果、ユーロ圏の銀行間預金金利(EONIA)はマイナス圏で推移するようになりました。EONIAはECBが集計しているオーバーナイト金利の平均値であり、二〇一四年九月ごろからゼロ％を挟んで推移しています。

(ターゲット型長期資金供給)

ECBのドラギ総裁は、二〇一四年一二月の政策理事会で、バランスシートの規模を二〇一二年

のピーク時の残高である約三兆ユーロに戻すと明言しました。これは現時点のバランスシート規模に、さらに約一兆ユーロを追加することを意味します。ECBのバランスシートの大きさは、図表1に示されているとおりです。

二〇一一年から一二年の冬にかけて、ECBはユーロ圏の銀行の流動性危機を回避する目的で、三年物のローンを約一兆ユーロ供給しました。しかし、北欧諸国の銀行が早期に借入金を返済しましたので、ECBのバランスシートは次第に縮小しました。ECBのバランスシートの大きさを表した図表3をご覧ください。

ECBはこの縮小を反転拡大させようとして、前回よりも広範な流動性供給策を講じました。民間の貸出額を基準とするこの手段は、「ターゲット型長期資金供給 (Targeted Longer-Term Refinancing Operation : TLTRO)」と呼ばれ

ています。この政策手段は、公開市場操作によりECBが銀行に最長四年にわたって資金を供給するものです。この資金を借りる銀行は、年〇・一五%に固定された政策金利で融資を受けることができます。融資の条件として、銀行が企業向けに貸し出しを増やすことを約束する必要があります。

ECBは、二〇一六年までに八回に分けて約一兆ユーロの資金を供給する計画です。しかしながら、ECBのマネタリーベース・コントロールは、年間のマネタリーベース増加額を明示した日本銀行のような厳格なものではありません。昨年九月と一二月の二回の資金供給額は、利用可能な融資枠四〇〇〇億ユーロの半分程度の二〇一六億ユーロにとどまりました。南欧諸国の銀行は、現在でも中央銀行が供給する貸出資金に対する需要が強いと言われていますが、北欧諸国の銀行は、

金融市場から資金を調達することが十分に可能だと見られています。また、ドイツの大手銀行のよう市場からの資金調達に不安を持たないユーロ圏の銀行は、ECBの期待に反して、TLTROによる資金借入れを極力抑制しているように思われます。

TLTROは民間部門に資金を供給することを目的としていますが、景気が低迷している中で、企業は積極的に資金を利用しようとしていません。多くの銀行が債務危機の痛手から回復しておらず、どこまで貸出リスクをとるか不透明です。また、銀行がマイナス金利で生じる負担を預金者や借り手に転嫁すれば、資金コストが上昇し、かえって景気回復の重荷になることが懸念されます。TLTROが期待どおり伸びなければ、ECBとしては、民間資産を購入して目標の約一兆ユーロのバランスシート拡大を達成する必要が出

てきますが、購入対象として検討されているカバードボンドや企業の社債はいずれも市場規模が小さく、目標達成は困難であると見られています。

(ECBによる国債購入)

そうしますと、おのずと国債が主要な購入の対象資産にならざるを得ないということになります。ECBは、現時点でも流通市場で国債を購入することが許されています。しかしながら、他の中央銀行と異なり、ECBは国家のバックアップがありません。しかも、ユーロ圏の加盟国の信用等级はまちまちです。ドイツの格付はトリプルAですが、ギリシャの格付はジャンク債並みです。ギリシャの国債を購入すると、債務不履行の危険が生じ、資本損失が発生するリスクがあります。ドイツのブendesバンクのバイトマン総裁は、E

ECBが国債購入を意味するQEという禁断の領域に入ることに強く反対しています。

ECBの国債購入を通じたQEについて、今年一月一四日に欧州司法裁判所が条件付き合法の判決を下しました。これにより「ユーロを救済するためには何でもする」という二〇一二年七月のドラギ総裁の誓約の合法性が裏付けられることになりました。

新しい輪番投票制度の下で、二一票の投票権を占める二五ヶ国の中央銀行総裁の多数票がドラギ総裁のQE導入を支持すると予想されたとおり、実際、三月五日の政策理事会ではQEの実施が決定されました。

しかしながら、加盟国間に意見の対立が激しいそうした非伝統的金融政策は、十分に多数の賛成を勝ち取らない限り裏目になるリスクが大いに懸念されます。いずれにしても、せいぜい四〇〇億

ユーロ以下と見積もられているQEが、ユーロ圏を景気低迷とデフレーションから脱却させ、「日本化」を阻止するのに十分な効果を發揮できるか否かは、残念ながら別の問題であると言わざるを得ません。

今年一月七日にEU統計局が発表した二〇一四年一二月のユーロ圏消費者物価上昇率は、前年同月比マイナス〇・二％に下落し、ほぼ五年ぶりにマイナス圏に陥りました。その後、今年一月の消費者物価上昇率はさらに下落してマイナス〇・六％をつけました。ユーロ圏の国債の格付には大きな格差があり、さらに、追加金融支援の条件とされている緊縮策をめぐるいわゆる「ギリシヤ問題」がユーロシステムの大きなリスク要因であるため、ECBがどの国の国債をどの金額まで、また、どのような時点で実際に購入するのかは、今年三月半ばの時点でも未解決で不安定な状態にあ

ると言わざるを得ません。

二、中央銀行のバランスシート圧縮と財政再建

(1) 高橋財政と日本銀行の国債引き受け

(高橋財政)

いわゆる「高橋財政」と日本銀行の国債引き受けについて考察を加えたいと思います。

一九九〇年代初めのバブル経済が崩壊した後、「失われた二〇年」と呼ばれる日本経済の景気低迷の下でデフレ懸念が長期化しました。このため一九三〇年代の「昭和恐慌」から脱出した高橋財政にデフレ脱却のヒントが見出せるのではないかと、との議論が最近次第に高まってきています。

第一次世界大戦による戦時バブルの崩壊によって、民間銀行が抱えた不良債権が金融システム危

機を招き、一時は収束するものの、その後の金本位制度復帰、いわゆる「金解禁」を目的とした緊縮的な金融政策によって、日本経済は深刻なデフレ不況に陥りました。

それに引き続き昭和恐慌は、一九二九年秋にアメリカ合衆国で発生し、その後、世界中を巻き込んだものでした。その結果、一九三〇年（昭和五年）から翌三一年（昭和六年）にかけて、日本経済を危機的な状況に陥れました。戦前の日本における最も深刻な経済危機であったと言われています。この問題に取り組んだ経済政策を一般に「高橋財政」と呼んでいます。

(高橋是清の財政運営)

高橋是清は、一九三一年一二月に大蔵大臣に就任した当日に、金輸出を再禁止して金本位制度か

ら離脱しました。高橋は、満州事変の戦費調達と昭和恐慌への対処という二つの政策課題に対して、金本位制度を離脱して「管理通貨制度」に移行することによって積極的な財政政策の前提条件を整えました。軍備拡張と時局匡救の経費を中心とした一九三二年度予算を拡大させ、財政赤字を歳入補填国債の発行で賄う積極予算としました。時局匡救費は内務省と農林省の所管する土木事業費が中心で、不況下の都市と農村に一時的な雇用機会を作り出して、国内需要を拡大させる恐慌対策でした。しかし、増大する軍事費に圧迫されて、一九三四年度で打ち切られました。

高橋は、昭和恐慌で減少した国内需要を喚起するために、日銀引受方式によって赤字国債を発行して景気回復を図りました。この政策によって景気が回復し、企業の利潤が好転して民間の資金蓄積が進んだ暁には、日本銀行が引き受けた国債を

民間に売却して日本銀行券を回収し、マネタリーベースを縮減するという構想でありました。

（景気回復後の財政運営）

高橋財政は、日本経済を回復させることにほぼ成功したと行うことができます。軍事費と時局匡救費によって国内需要が拡大し、日本経済は景気回復過程に入りました。その後、為替レートの切り下げによる輸出の拡大と民間需要の回復が景気上昇を支えました。

高橋蔵相の財政運営は、日本経済の回復が顕著になったころから変化し始めました。一九三四年度予算編成では、財政収支の「均衡」が強く意識され始めました。赤字国債の発行にはおのずと限度があり、マネーサプライの膨張が悪性インフレを引き起こすことが懸念されたからです。

景気回復後、財政の健全化が高橋蔵相の大きな

政策課題となりましたが、そのためには膨張する軍事費の抑制が不可欠でした。一九三六年度予算編成では、国債発行漸減方針を掲げ、軍事費の拡大を最小限に抑制して財政の均衡を図ろうとしました。しかし、軍事費の抑制は軍部の強い反発を招き、高橋蔵相は「二・二六事件」で殺害されました。これ以降、日本の財政は歯止めを失ったかのように膨張の一途をたどり、太平洋戦争へとつながっていきました。

（高橋財政の実態）

高橋財政は、日本銀行に国債を長期保有させてマネタリーベースを拡張し、国債のマネタイゼーション（財政赤字の穴埋め）を引き起こすことを意図していたと一般に考えられています。しかし、その実態はこの通説とは大いに異なります。確かに高橋財政期（一九三二年～一九三五年）に

は、日銀引受方式によって大量の国債が発行されました。内国債発行残高は一九三一年の四八億五六〇〇万円から、翌三二年には五六億二〇〇万円に急増しました。大蔵省預金部引き受けが一九三一年の一億九二八万円から三二年の六七〇〇万円に急減したのに対して、同年の日銀引き受けはゼロから六億八二二万円に急増しました。日銀引き受けが始まった一九三二年の国債発行額の合計は、前年の一億九二八万円から七億七二二一万円へと増大しました。図表4で、その増加のペースをご覧いただけるかと思えます。

高橋財政期の日銀引受比率は、国債発行額の八〇%以上を占めました。しかし、戦時体制に入つた一九三七年以降は、大蔵省預金部引き受けが大きくなってきます。日銀引受額は増加したものの、その比率はむしろ低下しました。この期の日銀引き受けは、日銀保有国債の市中売却、民間金

融機関への売りオペを前提として行われました。実際、日本銀行は引き受けた国債のほぼ九〇%を売却しました。図表5が日本銀行の引受額、売却額、売却比率を表しています。

この売りオペにより、日本銀行が引き受けた国債のマネタイゼーション（財政赤字の穴埋め）は抑制され、マネタリーベースの増加は、それ以前の緊縮政策によって収縮していた分を回復させる程度にとどまりました。マネタリーベース・コントロールが困難になったのは、高橋の死後の戦時体制期でした。図表6を見ていただければ、現金と日銀当座預金を合わせたものが、三六年まではそれほど大きく増加していませんが、三七年、三八年、三九年、四〇年と激増していることがご覧いただけるかと思えます。

（高橋財政期と現在の比較）

加藤（二〇一五）は、高橋財政よりも、現在の日本銀行のほうが大胆な緩和政策を実施していると指摘しています。一九三二年から三五年に日本銀行が政府から引き受けた国債は累計で二七・七億円でした。この期間に売却された国債は、その約八五%に相当する二三・六億円だったと指摘しています。量的・質的金融緩和の下で、日本銀行が保有する長期国債は、二〇一四年三月末時点で一年前より六二・九兆円、GDP比約一三%増加し、短期国債を含めた国債全体では七三兆円、GDP比約一五%増加しています。高橋財政のころとは比べものにならない大きな増加であると言えます。

(2) イギリスの国債借換政策

(国債の借り換え)

今からちょうど一〇〇年ほど前に第一次世界大戦が勃発しました。それが終結した後、アメリカの経済は好調が続ぎ、株価も高騰しましたが、一九二九年一〇月二十九日の木曜日に、それまで順調に値上がりしてきたニューヨーク証券取引所の工業株三〇種平均(ダウ平均)が暴落しました。このためアメリカ経済は未曾有の不況に陥り、その波及により世界的大不況に発展しました。

一九一八年から一九年の「カンリフ委員会」の勧告に従い、イギリスは一九二五年に金本位制度に復帰しましたが、再び三一年に金本位制度を離脱しました。このような経済混乱の中、イギリス政府は、先の世界大戦の後遺症とも呼ぶべき巨額の戦時国債を低利の新規国債に借り換えることに成功しました。借り換えの対象となった国債は、

一九一七年に二五億二五〇〇万ポンド発行されたもので、一九三一年三月の段階では約二億ポンドが残っていました。その大半が二六〇万の経済主体によって保有され、外国人による保有額は約一億ポンドであったと言われています。国債の発行額は一九三二年のイギリスの国民所得の約半分に相当するものでした。

(国債借換政策の評価)

こうした国債の借り換えは、両大戦の戦間期のイギリス金融史上最も特筆すべき快挙であったと言われています。有名な経済学者であるカルドア(一九八〇)は、その意義を以下のように記しています。

「イギリスが金本位制度を放棄した一九三一年九月一八日に、マネタリズムの支配が唐突に終焉した。バンクレート(イングランド銀行の政策金

利) はほぼ一晩で六%から二%に引き下げられた。新しい大蔵大臣、ネヴィル・チェンバレンは史上最大の国債の借り換えを実行した(五%利付戦時国債を三・五%国債に借り換えて利率を引き下げた)。これにより長期金利体系全体を引き下げ、他方で工業製品の保護関税を導入したことにより、イギリス経済史上最も高い経済成長率を達成した。」

当時の経済専門誌の『エコノミスト』誌も、カルドアに勝るとも劣らぬほどの高い評価をこの国債借り換えに与えています。すなわち、この借り換えはイギリスの公信用の威信を高め、公的債務に苦しんでいる諸国への朗報になったと論じています。言うまでもなく、その当時の人々がこの借り換え操作に強い感銘を受けたことは驚くには当たりません。

(当時のイギリスの経済状態)

図表7は当時のイギリスの経済状態を表したものです。これを見ていただくとうかがいますように、一九二〇年代のイギリス経済は低成長に陥っておりましたが、一九三〇年代には着実にインフレのない景気回復が見られました。物価は一九二〇年代を通して多少下落ぎみであり、大不況期に大きく低下しました。失業率は一九二〇年代を通して高く、大不況のピークで倍増しました。金利はほとんど変化を見せず、ポンドの為替レートを防衛するために歴史的に高い水準に維持されました。表の中の「Consol yield」は永久(コンソル)公債の利回り、「Bill rate」は短期手形の利回りです。

一九三一年の金本位制度離脱後、イギリスの金利は大幅に変動しました。実質GDPで見たイギリス経済の回復は、失業率で見たよりも着実で

あつたと言えます。物価は下げ止まったものの、十分かつ持続的な物価上昇の気配は、この図表からうかがうことはできません。

(その他の論者の評価)

多くの論者は、先ほど述べました『エコノミスト』誌の評価に賛同しました。

例えばホーソン（一九七五）は、大蔵省が景気刺激を望み、その方法として金利の引き下げを画策したとし、この借り換えが成功した理由として、愛国心に巧みに訴えかけたこと、イングラント銀行がマネタリーベースを増加させたことの二点を挙げています。

有名な金融史の学者であるセイヤーズ（一九七六）は、愛国心の重要性を強調する一方、利子所得の喪失という犠牲（すなわち経済的損失）が預金に生じた指摘しています。また、イングラ

ド銀行も過剰流動性を供給して、金融市場を飽和状態にしたと述べています。

ネビン（一九五五）は、一九二九年以降の不況と、所得水準の低下による取引動機に基づく貨幣需要の低下を指摘しています。政府に対する信頼の高まりと同時に、低金利による資本利得目的の国債購入を重視しました。合わせて、為替平衡勘定の設置によるポンド為替レートの安定により、対外的要因の影響を心配しないでイングラント銀行がバンクレートを引き下げられる環境を作り出したことを強調しています。しかし彼は、愛国心の影響は余り評価していません。

トービン（一九六一）は、借り換え期待により国債価格は額面に近い水準にとどまったこと、国債が不足気味であったため短期金利を高めたが、コンソル公債の利回りは不変にとどまったことを指摘しています。すなわち、借り換えの影響は

イールドカーブの形状に及び、長期金利に比べて短期金利が相対的に上昇しましたが、金利体系全体には及ばなかったと述べています。

キャピリー・ミルズ・ウッド（一九八六）は、国債の借り換えが国債の利払い費を削減したことは間違いないと指摘しています。削減額は年当たり約三〇〇万ポンドで、所得税収の約八分の一に相当するものでした。これは大蔵省がもくろんだ目的を達成したことを意味するものでした。

さらに、セイヤーズ（一九七六）は、国債の借り換えは、金融市場におけるイングランド銀行の地位に由来する全ての力の断固たる行使、シテイにおける同行の説得力の範囲と限界、予測もつかなかった技術的問題に直面しての同行の迅速な対応、そして、ごく少数の者によって議論が行われ、重要な決断が下されたこと等の点で、イングランド銀行の行動様式に大きな光を与えるもので

あるとし、高い評価を与えています。

先に述べたネビン（一九五五）は、この借り換えが長期金利、すなわちコンソル公債の利回りを大幅に低下させる効果はなかったことを指摘しており、キャピリーその他（一九八六）も、彼の見解に同意しています。図表8の破線がコンソル公債の利回り、実線が短期金利の動きを表しています。コンソル公債の利回りを大幅に低下させる効果がなかったことはこの図から明らかですが、ツウラフガール（二〇一二）は、政府の利払い費が二〇〇万ポンド低下したので、イングランド銀行や民間金融機関は、景気回復を支援するため低金利政策に乗り出すことが可能になったとしています（先のキャピリー他の示した利払い費との齟齬は、両者の算定基準の違いを反映しているものと推測される）。その後、バンクレートが二%に低下したのに合わせて、一九三五年までに典型

的な固定金利型住宅ローンの金利が六%から四・二五%まで着実に低下したと主張しています。

(3) アメリカの「一九五一年アコード」

(二つの代表的な金融政策観)

次に、アメリカの「一九五一年アコード」に触れたいと思います。

資産バブルにどのように対処すべきかに関する中央銀行家の考え方は、我々全員に多大なコストを及ぼしました。このことは、世界的な金融経済危機の悪影響を引き合いに出すまでもなく自明のことであると思います。これを反映して、世界中で金融機関や金融市場の規制システムが見直され、新しい制度の導人が議論されているところです。

今から五〇年ほど前にアメリカのFRBの議長を務めたマーティンの箴言が、以下のフレーズに

見事に要約されています。すなわち「FEDの仕事は、パーティーがちょうど最高潮に達した瞬間にパンチボウルを運び去ること」です。この箴言は、アメリカ経済のバブル期にFRB議長を務め、「グリーンズパン・プット」という名言で知られているグリーンズパン元議長の見解とは好対照をなしています。彼は、バブルをリアルタイムで識別することは難しく、中央銀行家の任務はバブルを是正するために事前に破裂させることなく、バブルが破裂した後でその後始末をするこ

とであると主張しました。金融政策観のこのような大転換に関して、ほとんど議論らしい議論が行われていないことは不思議な感を抱かせます。さらに興味深いことに、このような大転換は、政策運営の担い手が、経済学の正規の訓練や教育を経験していない市場感覚にすぐれた中央銀行家から、いつの間にかアカデ

ミツクな経済学者の中央銀行家に完全に取ってかわられる変化の中で生じたものでした。

(マーティン議長のパolicy運営)

マーティンは、金融やファイナンスではなく、英語とラテン語をイェール大学で学びました。大学卒業後、金融ブローカー会社に勤務し、二年後にパートナーに就任しました。金融界で名を上げたマーティンは、世界的大不況の発端となった株式市場の暴落の二年後の一九三一年に、ニューヨーク証券取引所に職を得ました。また、一九三一年から三七年の間、コロンビア大学大学院で経済学を修めています。彼は一九三五年にニューヨーク証券取引所の理事になり、株式市場の信頼回復と将来の崩壊を防止するため、証券取引委員会と一緒に働きました。さらに、一九三七年には、三一歳の若さでニューヨーク証券取引所の理

事に就任しました。

第二次世界大戦の後、彼は、財務省の金融担当次官補に就任し、FEDとの交渉の矢面に立ちました。マーティンは、FEDのラウス、トーマス、リーフラーの三人と「一九五一年アコード(合意)」について交渉しました。FOMCとスナイダー財務長官は、この合意と妥協案を受け入れ、両機関でそれぞれ承認されました。この承認当時のFED議長であったマカビーは、合意の声明が発表された六日後に正式に辞任しています。

トルーマン大統領は、このマカビーの辞任を、政治的影響力から独立しようとしたFEDを政府側に引き戻すための絶好の機会として捉えました。そこで、トルーマン大統領はマーティンをFRBの次の議長に選任し、一九五一年三月二日に上院の承認を受けました。

しかしながらマーティンは、トルーマンの期待

とは裏腹にFEDの独立性を擁護しました。彼は、トルーマン政権のみならず、その後成立した四人の大統領の政権から一貫してFEDの独立性を擁護することに成功しました。彼は、FRB議長として数々の政権の要請に留意しつつ、金融政策の独立性を追求することができました。彼は、低水準のインフレと経済の安定性を追求しましたが、FEDが単一の経済指標を目的にすることを拒否し、多様な経済情報を検討した上で金融政策を決定する方式を採用しました。

彼は、FOMCの内部手続を重視し、金融政策を決定する前に、FEDの全ての理事会メンバーと地区連銀総裁の見解を集約する方式を制度化しました。このため、彼の決定はFOMCにおいて全会一致で支持されることが多かったと言われています。先にも取り上げましたが、「FEDの仕事は、パーティーがちょうど最高潮に達した瞬間

にパンチボウルを運び去ることである。すなわち、景気後退の後、経済活動がその頂点に達したときに金利を引き上げることである」と述べたことは彼を有名にしました。

FEDの外部からは、マーティンは支配的な意思決定を実行した議長と見られています。彼は議長として、現在までで最長の在職期間を誇り、FEDの独立性を防御してきました。そのため時として、その時々の大統領の期待と対立することがありましたが、彼は常に、FEDは議会に対して責任を負う立場にあり、ホワイトハウス、すなわち政府に責任を負う立場にはないと断言していました。

(一九五二年アコード)

アメリカが第二次世界大戦に参戦した後の一九四二年に、FEDは国債の流通利回りを低位に固

定することを公式に約束させられました。この約束は、安価に戦費を調達したいとする財務省の要請に応えるものでした。国債利回りを低位に固定するため、FEDは、ポートルフォリオの規模とマネーストックの双方のコントロールを放棄せざるを得ませんでした。その後、一九五〇年に朝鮮戦争が勃発したために、財務省が国債利回りを低位に固定しようFEDに指示したとき、財務省とFEDの対立が表面化しました。

トルーマン大統領とスナイダー財務長官は、国債利回りを低く抑える政策の強力な支持者でした。「戦時中に国民が購入した国債の価値が低下して損失を出さないように、愛国心に燃える国民を擁護することは大統領の責務である」とトルーマンは考えていました。同時に、トルーマンは、FEDは朝鮮戦争の激化により生じたインフレ圧力を抑制することに精力を集中するべきであると

考えました。

エクルスを含むFRBの理事の多くは、FEDが国債利回りを低位に固定しよう強制されたことが、過剰な貨幣量の拡大を生み、インフレを引き起こしたと考えていました。FEDと財務省は、ともにアメリカの金利と金融政策の両方をコントロールしようとして、互いに張り合い、激しい論争を繰り広げました。その後、FEDと財務省はこの論争に決着をつけ、「一九五一年アコード」を結びました。この合意によって、FEDは固定金利の国債をマネタイズする責務から解放されました。この合意は中央銀行の独立性にとって本質的に重要な要素となり、今日FEDが実施する金融政策の基礎を支えていると言ってよいかと思えます。

三、日本銀行の出口戦略見通し

最後に、日本銀行の出口戦略について簡単に触れさせていただきます。

先ほど申しましたように、黒田総裁の量的・質的金融緩和は、二年程度を目途に2%のインフレを達成することを目標に行われています。

二年で目標が達成できるかどうかについては非常に難しい問題があるように思います。黒田総裁が「グローバルスタンダード」と呼ばれるインフレ目標政策ですが、図表2に整理してあるとおり、ある一定の期限内で目標を達成すると約束した中央銀行はありません。この点で、日本銀行のインフレ目標政策がグローバルスタンダードに従っているとは言えません。

もう一点、インフレ目標と言う場合、日本銀行

は、生鮮食品を除いた消費者物価上昇率をその指標としています。しかしながら、世界の中央銀行のインフレ目標のグローバルスタンダードでは、生鮮食品の他、エネルギー価格を除いた消費者物価上昇率を使っており、これを「コアインフレ率」と呼んでいます。日本の場合はどうかと申しますと、生鮮食品を含まない消費者物価上昇率を「コアインフレ率」と呼んでいます。この点も日本銀行はグローバルスタンダードとは異なっています。そこで、日本銀行も苦肉の策として、世界の中央銀行のグローバルスタンダードである食品とエネルギー価格を除いた消費者物価上昇率を「コア・コアインフレ率」と呼んでいます。お世辞にも適切な表現とは言えず、この点でも少し問題があるように思います。

インフレ目標政策を最初に導入したのはニュージーランド準備銀行で、一九八九年のことでした。

た。ニュージーランドでは、大蔵大臣と中央銀行総裁が協議してインフレ目標を決め、目標が達成できなければ中央銀行総裁の責任とされます。具体的には、任期が終わったときに、再任しないという形をとることが想定されています。ただし、中央銀行がインフレ率をコントロールできないような状況が発生したときには、中央銀行総裁の責任を問わないというエスケープ・クローズ（免責条項）がニュージーランド準備銀行法に設けられています。例えば、突然の増税や原油価格の大きな変動などは、中央銀行にはコントロールできません。このような場合、ニュージーランドでは、インフレ目標が達成できなくても中央銀行総裁の責任ではないとされていますが、日本銀行法ではこのような免責条項が欠落しています。

そういう意味で、日本のインフレ目標政策には制度設計上不備があると言わざるを得ません。そ

れにもかかわらず、日本銀行は、「二年程度を目途に二%のインフレ目標を達成する。また、その目標は達成可能である」と非常に強気の発言をしている状況です。

この後、皆様から御意見等いただければと思っております。私の拙い報告はこれで終わらせていただきます。ありがとうございました。

大前常務理事 近年の日本、アメリカ、ヨーロッパの金融緩和政策、そして出口戦略を考える上で手がかりとなり得る過去の内外の金融財政政策について御紹介いただきました。

時間を残していただいておりますので、御質問があればぜひお出しただきたいと思えます。お手をお挙げいただければマイクをお回しします。どうぞよろしく願いたします。

質問者 今日はどうもありがとうございました。

黒田総裁のバズーカ砲で、株価は再度大変な勢いで上昇しています。株価上昇のもう一つ別の要因として、公的年金を含めた年金の資金を、公的な力が及ぶ範囲において全て株式のほうへ流し込むようなことが行われている、このようなことも相まつての株高ではないかと思えます。

一九八〇年代後半のバブル期を振り返ってみますと、結局、いわゆるコア消費者物価は、実際にはそれほど上昇しておらず、地価と株価だけが上昇して、そこから過剰なレバレッジをきかせた金融の拡張が行われ、最後にバブルが崩壊するところまでいきました。株価が上がることで自体は基本的に良いことで賛成ですが、人為的に株式市場に資金を流し、しかも金利ゼロの下でキャピタルコストをどう考えたらよいのか、適当な尺度もなくなっているような状態だと思います。

この点に関連して、アメリカは非常にまともで

あって、FRB議長のテーパリング発言を受けて、ある程度長期債利回りが上昇し、株価も将来の金利水準の是正を読み込んできているように見えます。すなわち、金利が一切の資本活動を計測する尺度であり、これが適正化する方向に動いていると思えます。

ところが、日本は全くそうなっていません。株価は大変な勢いで上がっています。そのような中で、消費者物価上昇率二%を達成することは簡単ではなさそうです。そうしますと、結局、オーバークティブズムになるのではないかというところが懸念されます。つまり、二%という目標を掲げている間、金融緩和を継続していくことになり、ますと、アセット価格と一般消費者物価との間に格差を生みながら、非常にゆがんだ価格形成が行われ、最後にこれが破裂するようなことになるのではないのでしょうか。そこが非常に怖いと感じて

いるのですが、先生はどのようにお考えでしょうか。

財政赤字の問題も、最後はインフレで片づけてしまおうと思っているのかどうなのか、そのあたりもよくわかりません。先ほどのお話にもありましたが、今後、出口戦略が展開されるときに一体どういうことが起きるのでしょうか。直観でも結構ですので、先生の本当に思われるところを聞かせていただきたいのですが、いかがでしょうか。

春井 図表11をご覧ください。これは私が作った図です。

金融システムから実体経済に貨幣が流れます。

ここには、中央銀行、銀行、企業、家計が含まれています。この図は、貨幣が流れる先に異なった二つの市場があることを示しています。

左側の図は生産物市場です。財・サービスの価格は、需給によって決まります。価格を決める上

で、最も重要な要素は生産費です。生産費の中では賃金が最も大きなウェイトを占めています。したがって、生産物価格は賃金を基本に決まります。採算ラインより高い価格がつきますと、供給者が増え供給量が増えていきます。供給の弾力性が大きいわけです。その結果、生産物価格は低下します。このように、生産物市場では、供給の弾力性の高い商品が売買されていますので価格は安定的になります。

他方、右側の資産市場において、為替・株式、不動産などの価格がどのように決まるかと言いますと、期待と利子率が影響してきます。期待についてはその効果波及経路がはっきりわかりませんので、図の中では括弧をつけておりますが、これらによって価格が決定されます。為替・株式、不動産は、いずれも供給の弾力性が非常に小さいため、需要が増加しますと、これらの価格はそれを

敏感に反映してはね上がります。しかも、自己実現的に価格が決まるケースも考えられます。したがって、資産市場では価格は不安定化しがちになります。

流動性がいずれの市場に多く流れるかによって、異なった事態が生じることになります。流動性が生産物市場に流れれば、リフレ派の主張するようにインフレ目標が達成できる可能性が出てきます。逆に、流動性が為替・株式、不動産などの資産市場に流れた場合には、資産価格がはね上がり、生産物の価格である消費者物価指数は落ち着いたままということになります。

一九八〇年代後半の日本経済は、まさに御指摘のとおり、消費者物価上昇率が二%程度で安定している一方、地価と株価はバブル的に上昇しました。その後のバブル崩壊の後遺症で、日本は「失われた二〇年」という停滞の時期を迎え、いまだ

にはつきり脱出できたと行ってよいかどうか、疑問を持たざるを得ないような状況です。

そこで、どうすればデフレから脱出できるのかですが、いつの時期かは別にしまして、二%のインフレ目標が達成されたとしましょう。その後の対応について二つの選択肢があります。一つは、目標が達成できたので、それ以上の量的緩和は不要であり、国債を買う必要はないという考え方です。国債を売却し始めることになりますと、国債の価格は暴落します。これはフィナンシャル・リプレッション（金融抑圧）と言われるものです。国債をたくさん持っているのは、民間の金融機関と日本銀行です。他方、GPIFは次第に国債保有額を減らしてきています。この場合、金融機関の資産劣化が生じ、金融システムが大きく揺らぐ懸念があります。

そうならないようにするには、日本銀行は国債

を買い続けなければなりません。ということとは、
二%のインフレ目標を達成しても量的緩和を続け
なければならぬということです。そうなります
と、インフレをコントロールすることができなく
なります。

金融抑圧を我慢して受け入れるのか、あるいは
コントロールできなくなった高いインフレを甘受
するのか、いずれも選択したくない二つの選択肢
しか残らないリスクがあるのではないかというの
が、私の今考えているところです。

大前常務理事 それでは、そろそろ時間がまいり
ましたので、これをもちまして、本日の証券セミ
ナーをお開きとさせていただきます。

改めまして、春井先生、どうもありがとうございます。
（拍手）

（この講演は、平成二七年三月十三日に開催されました。）

（はるい ひさし）
当研究所客員研究員
関西学院大学元教授
中央銀行研究所代表

春井久志氏

略 歴

1945年 生まれ
1966年 米国 Warren Wilson College 卒業 (A.A.)
1969年 関西学院大学経済学部卒業 (経済学学士)
1993年 博士 (経済学) 学位 取得 (関西学院大学)
1974-95年 名古屋学院大学経済学部 専任講師、助教授、教授
1995-2014年 関西学院大学経済学部 教授
1982-83年 & 2009-10年 英国シテイ大学 Cass Business School 客員研究員
2014年 日本証券経済研究所 客員研究員 (至る 現在)

著 書

『金本位制度の経済学』 ミネルヴァ書房、1992年
田中素香・春井久志・藤田誠一編『欧州中央銀行の金融政策とユーロ』 有斐閣、
2004年
“Balance-sheet lessons from the BoJ”, *Central Banking*, Central Banking
Publications: London, Vol. XXII, No. 3, February 2012 (他、同誌2編)
『中央銀行の経済分析』 東洋経済新報社、2013年
「中央銀行の金融政策とその限界」、久保広正・吉井昌彦編『EU 統合の深化とユー
ロ危機・拡大』 勁草書房、2013年
吉國眞一・小川英治・春井久志編『揺れ動くユーロ』 蒼天社出版、2014年
春井久志・森 映雄訳『カンリフ委員会審議記録』 蒼天社出版、2014年
春井久志訳『条約改正と再興——1920-22年の諸活動』、『ケインズ全集』第17巻、
東洋経済新報社、2014年