

非伝統的金融政策の効果について

田中 隆之

(専修大学経済学部教授、
専修大学社会科学研究所所員)

【報告】

1 リーマンショック後の金融政策

今日は、このような発表の機会を与えていただき、大変ありがたく思う。

非伝統的金融政策の効果について、お話ししていきたい(スライド1、2)。リーマンショック後、世界各国で金融緩和が行われ、政策金利が低い水準まで下がって来ている。図表1に見るように、アメリカのFFレートは0.19%、日本のコールレートは0.1%とほとんどゼロに近く、ユーロ地域の政策金利も1.0%と非常に低い(スライド3)。また、つい4日前の10月5日に、日銀はコールレートをさらに0~0.1%という範囲まで引き下げた。

通常、金融政策は、政策金利を下げることによって金融緩和の効果を発揮するので、政策金利がゼロに達してしまうと、それ以上効果が表れない状況に陥ってしまう。したがって、特にアメリカと日本は、現在、通常の金融緩和政策とは異なる非伝統的金融政策を展開している。

非伝統的金融政策の 効果について

第3回檀国大学・専修大学合同研究会

2010年10月9日
専修大学 田中隆之

1

(スライド1)

目次

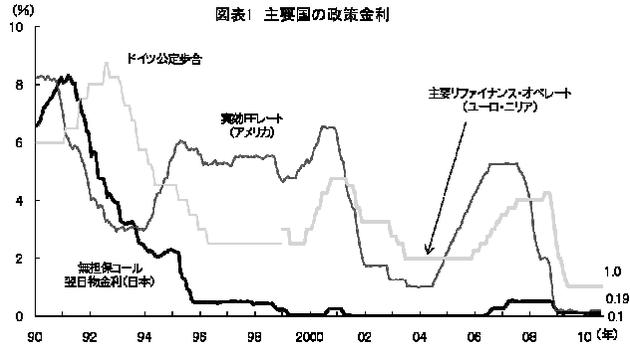
- 1 リーマンショック後の金融政策
- 2 非伝統的金融政策の整理
- 3 今回危機における日銀の政策展開
- 4 今回危機におけるFRBの政策展開
- 5 この先行いうる政策
(補論) 日銀10月5日の金融緩和

2

(スライド2)

1 リーマンショック後の金融政策

- アメリカと日本が「ゼロ金利制約」下に
- 非伝統的金融政策を展開



図表1 主要国の政策金利
(注)欧州通貨統合前は、便宜上ドイツの公定歩合を採った。データは月次、FFレートは実効ベース、その他は調達目録が準、数字は、2010年9月。
 (資料) 日本銀行、米連邦準備制度、欧州中央銀行資料より作成。

1 リーマンショック後の金融政策

3

(スライド3)

2 非伝統的金融政策の整理

そこで、非伝統的金融政策にどのような手段があるかを、整理しておきたい。図表2をご覧ください (スライド4)。まずAは財政政策である。Bは通常の金融政策、つまり伝統的金融政策であり、金利を下げる政策だ。表の右の欄に、「景気刺激効果」と「金融システム安定化効果」と書いてあるが、財政政策と伝統的金融政策は、景気の刺激効果を持つ。

次に、今回日本とアメリカが行っている非伝統的金融政策がCであり、4つに分類できる。これらは、むしろ「金融システム安定化効果」を強く持っており、「景気刺激効果」があまりないものも多い。最後に、Dとしてヘリコプターマネー政策がある。これは後で詳しく説明するが、政府が発行した国債を日銀が引き受ける政策であり、財政政策と金融政

2 非伝統的金融政策の整理

図表2 財政金融政策の整理

政策		景気刺激効果	金融システム安定化効果
A	財政政策(公共投資、減税、給付)	○	—
B	伝統的金融政策(金利引き下げ)	○	—
C 金融 非 伝 統 的	C1 準備拡張政策(量的緩和)	△	○
	C2 信用政策(信用緩和)	△	○
	C3 時間軸政策(名目長期金利低下を狙った政策コミットメント)	○	—
	C4 インフレ期待形成策(実質金利低下を狙った政策コミットメント)	○	—
D	国債日銀引き受けによる財政拡張(ヘリコプターマネー政策)	○	—

(注) C3は、日銀が2001～06年の量的緩和期に実施。C4は1998年にクルーグマンが提言したが、日銀は実施せず。

(資料) 筆者作成。

2 非伝統的金融政策の整理

4

(スライド4)

A 財政政策

- 減税
- 給付
- 公共投資

5

2 非伝統的金融政策の整理

(スライド5)

B 伝統的金融政策

- 伝統的金融(緩和)政策～金利引き下げ
 - ①コールレート(翌日物)の低下
 - ②中長期金利の低下
 - ③銀行の貸出、債券購入(預金通貨=貨幣=マネーストックの増加)
 - ④設備投資など有効需要の増加

※以上が、近年再確認された

※①の手段として公開市場操作(オペ)がある。

6

2 非伝統的金融政策の整理

(スライド6)

策のミクスチャーである。

以上のそれぞれについて、その波及メカニズムを詳述して行こう。まず、Aの財政政策は、減税、給付、ないし公共投資を行うことで景気の浮揚をはかる(スライド5)。これには、特段の説明を要さないであろう。次に、Bの伝統的金融政策のメカニズムは、実はこれまであまりはっきりと認識されてこなかったのだが、前回の日本の量的緩和期(2001年3月～2006年3月)の政策展開や、今回の危機後の日米の政策を経て、スライド6のように作用する、ということが次第に共通認識として定着してきた、ということができる。

まず①のコールレートの引き下げが、出発点である。それが、市場の裁定により②の中長期金利の低下を引き起こす。それが、さらに③銀行の貸出増、ないし銀行が債権を購入する、という効果を引き起こす。この時点で、貨幣(マネーストック)が増加することになる。そしてこの貸出増が、次に④企業の設備投資などを引き起こし、有効需要が増加して景気が浮揚する。もともと、②～④、とりわけ③と④はほぼ同時に起こると考えた方がよいかもしれない。

以上が最近確認されたと思われるのだが、以前には、日銀が金融緩和することで、直接マネーストックが増えるという理解している学者も多かった。しかし、実はその前に、まずコールレートが低下することが重要だ、ということが認識されるようになってきたのだといえる。

そのコールレートの低下は、中央銀行(日銀)が買いオペを行って、ベースマネー(とりわけその構成要素である準備預金)を増加させることによって引き起こされる。だから、買いオペ→ベースマネーの増加→①→②→③→④というのが、伝統的な金融(緩和)政策の波及メカニズムであって、ベースマネーの増加がマネーストックの増加に直結すると考えるのは正しくない。

次にCの非伝統的金融政策について述べよう。上に見た伝統的金融政策の波及経路は、コールレートがゼロに達した場合には、①が機能しないのだから、②以降に波及しなくなってしまう

C 非伝統的金融政策

- 「ゼロ金利制約」とは
～コールレート(翌日物)がゼロに達し(①が機能せず)、伝統的金融政策が展開できない状況
- 非伝統的金融政策とは
～伝統的金融政策の①が機能しないなか、別の手段で②、または③を機能させる金融政策

2 非伝統的金融政策の整理

7

(スライド7)

C1 準備拡張政策(量的緩和)

- ゼロ金利の実現に必要な以上のベースマネー(超過準備)を供給
- 中央銀行のB/Sの右側(負債サイド)を活用
- 狙い:ポートフォリオ・リバランス効果～市中銀行に大量の準備を供給することで、貸出・有価証券投資を誘発
- ①が作用しないなか③を直接喚起
- 前回の日本では、効果がみられなかった
- 市中銀行の流動性対策(金融システム安定化策)として機能

2 非伝統的金融政策の整理

8

(スライド8)

図表3 中央銀行のバランスシート

(資産)	中央銀行	(負債・資本)
中央銀行貸出	銀行券	
手形・国債など	中央銀行預け金 (準備預金)	
海外資産	政府預金	

2 非伝統的金融政策の整理

9

(スライド9)

C2 信用政策(信用緩和)

- 民間のリスク資産や長期国債を買う
- 中央銀行のB/Sの左側(資産サイド)を活用
- 狙い:リスクプレミアムの低下による長期金利の低下をはかる
- ①が作用しないので②を直接喚起
- 効果は限界的
- 一般企業の資金繰りを意識した流動性対策、(金融システム安定化策)として機能

2 非伝統的金融政策の整理

10

(スライド10)

う。非伝統的金融政策とは、このような「ゼロ金利制約」、つまりコールレートがゼロに達し、伝統的金融政策が展開できない状況から出発している。非伝統的金融政策とは、伝統的金融政策の波及経路の①が機能しないなか、②または③を機能させようという政策だ(スライド7)。

そのひとつとしてC1の準備拡張政策があり、量的緩和政策とも呼ばれている(スライド8)。これは、ゼロ金利を実現するのに必要となる以上の準備預金(したがってベースマネー)を供給する政策だ。これにより、超過準備が発生する。図表3に中央銀行のバランスシートが描かれているが、その右側の「中央銀行預け金(準備預金)」を増やすことに主眼がある(スライド9)。これは、いわゆるポートフォリオリバランス効果を狙ったものだ。つまり、銀行に大量の準備を供給することで、銀行が貸出あるいは有価証券投資を活発化させるよう促す政策だった。しかし、日本の量的緩和期の経験では、貸出が増加する(その結果景気が刺激される)という効果がみられなかった。ただし、金融システムの安定化策としての効果は非常に大きかった。

2番目の政策は信用政策、ないし信用緩和と呼ばれているC2だ(スライド10)。中央銀行

が民間の信用や長期国債を買うという政策で、バランスシートの左側を活用する政策といわれている。つまり、**図表3**で、左側の「手形・国債など」の内容を変えていくことに主眼があり、通常のオペ（手形や短期国債を売り戻し条件付きで買う）ではなく、いろいろな資産を買うわけだ。これは、民間資産や長期国債のリスクプレミアムを引き下げて、長期金利を引き下げる（あるいは民間資産の価格を上昇させる）ことを狙っている。この政策も、景気刺激の効果は限定的だったが、金融システム安定化の効果は大きかったといえる。

3番目は、時間軸政策と呼ばれる**C3**である（スライド11）。中央銀行が将来の短期金利を低く維持するという政策コミットメント（約束）を行うことで、現在の長期金利が低下する効果を狙っている。このメカニズムは、「長期金利は、短期金利の現在値と将来にわたる予想値の平均によって決まる」という金利の期間構成に関する期待仮説に基づいている（スライド12には、コールレート（短期金利）が同じくゼロであっても、その時々の子市場の期待によって長期金利の水準が異なりうることを示されている）。この政策は、前回の量的緩和期に日銀が行い、ある程度の景気刺激効果があったという実証研究の結果が得られている。ただし、これには、金融システム安定化の効果はない。

4番目に、インフレ期待を人為的に起こす、という**C4**のインフレ期待形成策がある（スライド13）。これは、将来インフレが来たときに、中央銀行が絶対に金利を上げない、つまりインフレを抑制せずに放置する、というコミットメントを、中央銀行が行う、という

C3 時間軸政策

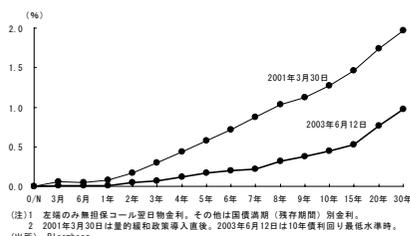
- 将来の短期金利を低水準に維持するという政策コミットメントを行う
- 狙い: 市場の短期金利の先行き予想を低めて、長期金利の引き下げをはかる(金利の期間構成に関する期待仮説に依拠)
- ①が作用しないので②を直接喚起
- 量的緩和時の日銀が実行、ある程度機能
- 金融システム安定化策の意味はない

2 非伝統的金融政策の整理

11

(スライド11)

図表4 国債イールドカーブ



(注) 1 左端の外無担保コール型日物金利。その他は国債満期(残存期間)別金利。
2 2001年3月30日は量的緩和政策導入直後。2003年6月12日は10年長期利回り最低水準時。
(出所) Bloomberg。

2 非伝統的金融政策の整理

12

(スライド12)

C4 インフレ期待形成策

- 「将来インフレが来ても金利を上げずにインフレを放置する」という政策コミットメントを行う
- 狙い: インフレ期待を形成し、実質金利の引き下げを狙う(実質金利=名目金利-期待インフレ率というフィッシャー方程式に依拠)
- ①が作用しないので②(実質)を直接喚起
- 「通貨の番人」としての信任の厚い中央銀行ほど、この約束を市場に信じ込ませるのは難しい(提案者クルーグマンが撤回)

2 非伝統的金融政策の整理

13

(スライド13)

ものだ。プリンストン大学のクルーグマン教授が提案した。期待インフレ率が上がれば、実質金利が低下するという関係を利用して（実質金利＝名目金利－期待インフレ率。フィッシャー方程式）、景気を刺激することを狙っている。

クルーグマン教授は、日本の量的緩和期に先立つ1998年にこれを日本に対して提案したが、今回の危機においてはこの政策を（アメリカ、日本に対して）撤回してしまった。それは、「通貨の番人」としての中央銀行が、インフレが来たときにそれを放置しない、などという約束をしても、誰も信じないことが明らかだからだ。クルーグマン教授は、この提案を取り下げるに際し、ジンバブエの中央銀行でなら実行可能な政策かもしれないが、日本やアメリカのように信認の厚い中央銀行では無理だろう、という言い方をしている。

なお、この政策は、日銀もFRBも行っていない。

3 今回危機における日銀の政策展開

今回の世界金融危機に対して日銀が行った政策について、お話ししたい（スライド14）。今回の金融危機が発生してから今日まで、日銀の政策を2つのフェーズに分けることができる（ス

3 今回危機における日銀の政策展開

実施日	変更内容
	①公定歩合の変更 ②コールレート誘導目標水準の変更 ③日銀当座預金残高の変更 ※その他の事項の変更（長期国債買切り額の変更など）
2008.10.31	①基準貸付利率（公定歩合）引下げ（0.75→0.5%） ②無担保コール翌日物金利の低下を促す（0.5→0.3%） ※超過準備に0.1%の付利（補完当座預金制度の導入）
2008.12.19	①基準貸付利率（公定歩合）引下げ（0.5→0.3%） ②無担保コール翌日物金利の低下を促す（0.3→0.1%） ※企業支援特別オペ（3回延長後10年3月末まで）、CP買い入れ（買い切り、2回延長後09年12月末まで）を導入
2009.2.19	※社債買入れ（買い切り、2回延長後09年12月末まで）を導入 ※長期国債買切り額増額（月額1兆4000億円→1兆8000億円）
2009.12.1	※固定金利オペ（「新型オペ」）の導入（期間3か月、資金規模10兆円）
2010.3.17	※固定金利オペの資金規模を20兆円に
2010.6.15	※成長基盤強化支援の資金供給開始（上限3兆円）
2010.8.30	※固定金利オペの資金規模を30兆円に（期間6か月を10兆円追加）

（注）1.影をつけた部分が金融緩和、それ以外は金融緩和。2.日銀は、2006年8月11日以降、従来呼び留めてきた「公定歩合」を「基準貸付利率」と呼ぶことにした。3.2005年5月20日、「資金供給に対する金融機関の対応状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることもあるものとする。」というなお書き修正が行われた（しかし、現実には、日銀当座預金残高が目標を下回ることはなかった）。

（資料）日本銀行『日本銀行月報』各号などより作成。

14

3 今回危機における日銀の政策展開

（スライド14）

ライド 15)。第1フェーズは、2009 年の 12 月まで（一部 10 年 3 月まで）だが、金融システム不安対策として準備供給政策（C 1）、信用政策（C 2）を行った。それは、CP、社債の買入れや企業支援特別オペという手段を含んでいる（スライド 16）。バランスシートの左側に配慮している点で C 2 なのだが、しかし同時に右側も膨らむから C 1 の意味も持つ。なお、政府もこの時期にこれと並行して CP の買入れなど、ほとんど同様の金融システム安定化策を打ち出している。この事実をみてもわかるように、この時点での政策の目的は、金融システムの安定化であった。

それ以降の第2フェーズでは、金融システムは安定してきたので、デフレ脱却を目的として、景気刺激策が行なわれている（スライド 17）。その手段は、固定金利オペとあって、内容は、それ以前に行っていた企業支援特別オペとほとんど同じである。しかし、図表 6 にみるように、

第1フェーズ

- 2008年12月～09年12月（一部10年3月）
- 金融システム不安対策として、準備供給策、信用政策を打ち出す
- CP買入れ（08年12月～09年12月）、社債買入れ（09年2月～09年12月）、企業金融支援特別オペ（09年～10年3月）は、いずれも信用政策（同時に準備供給策）
- 政府も並行して、中小企業向け低利融資、CP買取、銀行の資本増強（金融機能強化法）

3 今回危機における日銀の政策展開 15

（スライド 15）

図表6 日銀が2008年12月以降に導入した異例のオペレーション

	企業金融支援特別オペ	CP買入れ（買切り）	社債買入れ（買切り）	「新型オペ」
公表日	2008. 12. 19		2009. 2. 19	2009. 12. 1
目的	「企業金融の円滑化」「企業金融の支援と金融市場の安定を図る」			「金融緩和の一段の強化を図る」
具体的手段	民間企業信用を担保に、0.1%の金利で3ヶ月間（当初1～3ヶ月間）の資金供給を行う。供給額は無制限。	残存期間3ヶ月以内の高格付けCP、ABCPを入札方式で買入れ。買入れ総額は残高3兆円が上限。	残存期間1年以上の高格付け社債で入札方式で買入れ。買入れ総額は残高1兆円が上限。	国債、社債、CP、証貸債権などを担保に、0.1%の金利で3ヶ月間の資金供給を行う。供給額は10兆円程度。
期限	当初09年3月末。その後3回延長し10年3月末。	当初09年3月末。その後2回延長し09年12月末。	当初09年3月末。その後2回延長し09年12月末。	特になし。
狙っている効果	「やや長めの資金を低利・安定的に供給」	「個別企業の信用リスクを（中央銀行が）負担」	（同左と思われる）	「やや長めの金利（3ヶ月物）のさらなる低下」

（資料）日銀公表文を参考に筆者作成。

（注）「」内は、日銀公表文をそのまま引用している。

（スライド 16）

第2フェーズ

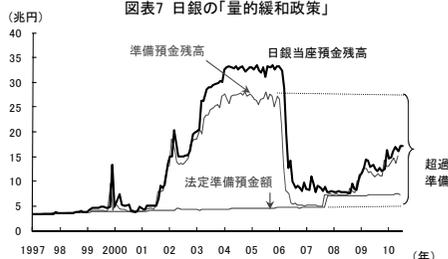
- 09年12月～現在
- 同年9月の政府のデフレ宣言に呼応し、デフレ脱却を意識した景気刺激としての信用政策などを打ち出す
- 固定金利オペ(2009年12月～)～信用政策の景気刺激策的側面に期待
- 新型貸出

3 今回危機における日銀の政策展開

17

(スライド 17)

図表7 日銀の「量的緩和政策」



(注) 日銀当座預金残高と準備預金残高の差額は、準備預金非適用先の日銀当座預金であり、証券会社、証券金融会社、租賃会社などによるもの。
(資料) 日本銀行資料より作成。

3 今回危機における日銀の政策展開

18

(スライド 18)

企業支援特別オペの狙いが「やや長めの資金を低利・安定的に供給」すること、つまり金融システム安定化にあるのに対し、固定金利オペでは「やや長めの金利(3カ月物)のさらなる低下」となっているから、目的は景気刺激であることがわかる(スライド 16)。

図表7を説明しておこう(スライド 18)。2001年から06年まで日銀が量的緩和政策を行っていた時、日銀当座預金残高が積み上がって超過準備が発生した。その政策は06年3月にいったん終わったが、リーマンショック後に、また量的緩和と同じことをやっており超過準備が発生している。ただし、今回の政策は、先程説明したとおり、C2の信用緩和の意味も持つ点が異なっている。

4 今回危機におけるFRBの政策展開

今回の金融危機に対するアメリカの政策では、長期国債、住宅ローン担保証券(MBS)、政府支援機関(GSE)債などを大量に買入れることによって、信用緩和政策(C2)を行っている(スライド 19)。これは、同時に量的緩和政策(C1)をしていることにもなるわけだ。

4 今回危機におけるFRBの政策展開

- TAF(ターム物金利入札型貸出制度)(2007年12月～)
 - 長期国債の買入れ(2009年3月～)
 - MBS(住宅ローン担保証券)の買入れ(2008年12月～)
 - GSE債(政府支援機関債券)の買入れ(2008年11月～)
- など。後3者をバーナンキが「信用緩和」と呼ぶ
→ 継続することでその景気刺激効果を受

4 今回危機におけるFRBの政策展開

19

(スライド 19)

5 この先行いうる政策

ここから先、さらに緩和政策を行おうとすると、どのような政策がありうるかを考えてみよ

う（スライド 20）。まず、これまでみてきた C の非伝統的金融緩和を継続していくことが、景気刺激の効果は薄い方法だ。そうでないとすれば、D のヘリコプターマネー、つまり国債のマネタイゼーション（貨幣化）という政策が残されている。それは、日銀が市中から国債を買入れて、その額と同額の国債を政府が発行し、そしてその財源で減税、給付、公共投資といった財政政策を同時に行う政策だ。

この政策は、財政拡張政策であると同時に、貨幣供給を確実に増やすことになり、その意味でも金融政策になっている（スライド 21）。量的緩和政策のもとで準備供給を増やしてもマネーストックが全く増えないという状況を脱することができる。その点で、デフレ脱却、景気刺激の効果は大きいと思われる。

しかし、この政策は危険な政策でもある（スライド 22）。なぜなら、これを行うことで政府の債務残高が増加する。つまり先進国最大の財政赤字はさらに膨らむ。マネタイゼーションが行われるということが明らかになった時点で、インフレ期待が発生し、制御が難しいインフレが訪れる可能性がある。インフレによって政府債務はご破算になるが、その負担はインフレ税という形で国民が負うことになる。

したがって、筆者はこれをよい政策だとは思わないが、もし制御が難しい高インフレが来たとしてもその方がマシだというほど、現在のデフレ下の経済状況が悪ければ、この政策に打って出る価値があるといえる。

5 この先行いうる政策

- 非伝統的金融政策の景気刺激策的側面に期待した政策(C)の継続
- 無理やり通貨を増やす政策(D)の展開
 - 日銀が市中から国債を買入れ、同額の国債を政府が発行し減税・給付・公共事業
 - 金融政策と財政政策の合わせ技
 - いわゆるマネタイゼーション
 - またはヘリコプターマネー政策

5 この先行いうる政策

20

（スライド 20）

D政策(国債マネタイゼーション)の効果

- 財政拡張政策としての需給ギャップ縮小効果
- 貨幣供給を確実に増やすことができる(マネタリスト的な意味での金融政策)
～準備供給政策を行ってもマネーストックが増えない状況をクリア
- デフレ脱却、景気刺激の効果は大きい

5 この先行いうる政策

21

（スライド 21）

D政策の難しさ・危うさ

- 政府と日銀の連携が必要
(日銀が単独で国債の大量購入を始めれば、政府にこの政策を促すメッセージとなる)
 - 先進国最大の政府債務残高をさらに増加
 - マネタイゼーションが行われることが明らかになった時点で、(デフレ克服を乗り越えた)高いインフレが訪れる可能性
- 制御の難しいインフレが来ても、現状よりもマシというほどデフレが悪化すれば、実施も

5 この先行いうる政策

22

（スライド 22）

補論 日銀 10月5日の金融緩和

つい4日ほど前(10月5日)に日銀が新たに金融緩和を行ったので、これについて簡単に追加的なコメントをしておきたい。

なぜ日銀が金融緩和をしたかという点、日本でも景気の先行きに不安が出てきたことが1つである(スライド 23)。2番目に、円高が進行したが、「FRBは金融緩和を行ったが、日銀は緩和を見送った」という市場の捉え方が、円高を進めてしまったことに対応した措置といえる。この先11月3日に連邦公開市場委員会(FOMC)でFRBが大規模な金融緩和を行うと予想されるので、それに先手を打って日銀が緩和を行ったものだ。

この緩和は多くの内容を抱えており、市場を驚かせた(スライド 24)。1つは、政策金利をさらに下げたことである。2つには、先程説明したC3の時間軸政策を再び取り入れたことだ。3番目は5兆円の基金の創設であり、これによって国債、CP、社債、指数連動型上場投資信託(ETF)、不動産投資信託(J-REIT)などを買うことにした。

これをどう評価したらよいか(スライド 25)。まず金利引き下げは、Bの伝統的金融政策の遂行だ。2番目の手段は、すでに述べたとおり非伝統的金融政策のうちC3の時間軸政策だ。3番目のいろいろな資産の購入は、評価が難しい。長期国債の購入はいまのところ、C1の準備拡張政策であるといえるが、ただし政府の財政政策の出方によってはDのマネタイゼーションに転換しうる要素を

(補論)日銀10月5日の金融緩和

(1)その背景

- ①景気先行き不安の高まり
-短観9月調査:業況判断DI(大企業製造業)は8だが、12月予測は-1
- ②為替円高の進行
-8月10日FRB緩和、日銀見送りで円高進行
-11月2、3日のFOMCでの緩和に先手を打った格好

23

(スライド 23)

(2)内容

- ①政策金利誘導目標水準の引き下げ
-コール翌日物金利:0.1%→0~0.1%
- ②「物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続」
- ③5兆円規模の基金創設(これまでの固定金利オペの額と合わせ35兆円)で、以下を購入
-国債、CP、社債、ETF(指数連動型上場投資信託)、J-REIT(不動産投資信託)

24

(スライド 24)

(3)評価

- ①→B(伝統的金融政策)
 - ②→C3(時間軸政策)
 - ③ 国債→(今のところ)C1(準備拡張政策)
社債、CP→C2(信用政策)
ETF、J-REIT→C2(信用政策)
- ※ただし、③国債は、政府の財政政策によっては、D(ヘリコプターマネー)になりうる
※その他の手段としては、為替を意識した政策として、外債の購入がある

25

(スライド 25)

持っている。社債、CP、ETF、J-REITはいずれも民間資産であり、その購入はC2の信用政策に位置づけられるが、ETF、J-REITは民間資産の中でも危険資産なので日銀としては、かなり踏み込んだ政策を打ち出したことになる。

この他に、為替の円高対策、円安誘導を意識した政策として、外債の購入が考えられるが、行われてはいない。

【討論】

討論者：Shin, Dong-Ryung（檀国大学経営学部教授）

まず最初に、韓国の金融危機の背景を簡単に説明する。2008年9月リーマン・ブラザーズの破綻後、グローバル金融危機が本格化した。アメリカはじめ先進国では、流動性不足で金融機関が苦境に陥り、ひどい景気停滞に陥った。これを克服するため、財政金融政策が積極的に行われている。韓国の場合にも、グリーン産業育成、大規模公共事業など、財政拡張政策が行われ、金利引き下げも行ったため、政策金利の水準は5.25%から2.0%に低下した。

次に、田中先生の発表の主要点を要約しておこう。日本で行われた金融政策は大きく2つに分けられる。伝統的金融政策である金利引き下げと、非伝統的金融政策である。日本では、伝統的金融政策の効果があまりにも薄くなっているという点で私も同意見である。非伝統的金融政策は、ひと言で言うと貨幣量を増やして市場に流すということである。通常の下況下では考えられない方法で、貨幣を増やして企業を救うことになるので、よくないと考えられる。

発表の中で触れられたように、10月5日に、日銀は金利を引き下げ、国債購入の発表も行った。その背景には、円高とデフレによる景気の停滞があった。そのため、政策金利を引き下げると同時に、35兆円規模の基金を創設して、国債購入などに宛てることになった。この発表を、金融市場は好感したようだ。発表後、日経平均は3.28%上昇した。円ドル相場も円安・ドル高に向かい、ダウ平均も上昇した。このような各国中央銀行の金利引き下げ競争には、懐疑的な意見もある。

まず、第1にゼロ金利政策について質問したい。日銀は1999年にも、また2001年にもコール金利をゼロにしたことがある。ゼロ金利政策は、期待した効果が得られるのか、が私の質問である。バブル崩壊後、1999年から2000年までゼロ金利政策がとられたが、あまり効果がなかったように見受けられる。ゼロ金利の弊害として、円キャリートレードが引き起こされるといった指摘も可能である。

韓国の基準金利は、現在2.25%である（注：2010年9月1日に2.0%から引き上げられた）。当初はデフレの恐れがあったが、景気が良くなり、金利引き上げが射程に入ってきた。が、アメリカの金融緩和の影響もあってグローバル流動性の流入が予想され、ウォン高も懸念される

ので、現状を維持すべきとの意見がある。

次に、日本のデフレの状況について質問したい。日本は 2009 年からマイナス 2% のデフレに陥っている。日本のデフレの原因は何か、というのが私の 2 番目の疑問だ。私は、ひとつには円高による輸入物価の下落の影響で国内物価が下落しており、また株価、不動産価格など資産価格の下落で実質負債が増加し、余裕資金が返済に回ることで、消費、投資が出てこないことが物価下落につながった、と考えている。

第 3 に、ゼロ金利下では、家計の貯蓄が減ると考えられる。これは、経済にどう影響するのか。

最後にもう一つ質問したい。スライドにある D 政策は、日銀が市中銀行の保有する国債を買って、政府が同額の国債を発行して公共投資を行うもので、景気回復の効果があると思う。しかし、日本は GDP 対比での財政赤字規模が大きく、債務残高も大きい。こういう状況下で、国家債務の増大という問題をどう解決するのが疑問だ。また、国債発行の増加、それによる国債価格の下落によって、長期金利が上昇するので、金利を引き下げるという金融政策と矛盾することになると思う。

報告者の回答：

Shin 先生からご丁寧なコメントをいただき、深く感謝する。それではお答えしよう。まず、ゼロ金利政策は効果があるか、という点だが、これの持つ景気刺激効果は、もともと小さいといわざるを得ない。ゼロ金利の、為替を円安に導く効果も限られている。為替を円安にしようと思っても、為替には相手があることであり、FRB の金融政策にも依存するからだ。

このように、あまり効かない政策なのだが、日銀は、それでも継続しなければならないという状況下に置かれている。そして、いま FRB と日銀の間で、金利引き下げ競争が起きているが、これは非常に良くないことだと思う。本日 (10 月 9 日) G7 が開かれており、そこで多分、為替の切り下げ競争はやめよう、という話になると思うが、金融緩和競争も全く同じ性格のものだ。各国が、競争で金融緩和を行ってしまうと、将来のインフレの種を蒔くことになる。最後のご質問にもかかわるが、日銀が国債を引き受ける格好で、制御が難しいインフレに向かっていく政策はできるだけ避けたほうがよい。金融緩和競争はしない方がよい。

2 番目のご質問は、日本のデフレの原因は何かだ。私は、基本的には、将来ますます人口が減っていくという予想 (expectation) が支配的であるために需要が出てこない、ということがその主因だと考えている。先生がご指摘になった、円高が輸入物価を下げて、それがデフレにつながっているのではないかと、いう考え方を唱える日本の学者も多い。私は、それも一つの原因と考えてもよいと思うが、ただ、現在の日本の円高は大した円高ではない。事実、実質ペー

ス（日米の物価上昇率の差を考慮した場合）では、あまり円高ではないので、その影響は少しはあるかもしれないが、あまり大きくないだろう。

3番目に、ゼロ金利で貯蓄率が低下するのではないかと、とうご質問があった。現在、金利が低いから貯蓄しない、という格好での貯蓄率の低下はあまり起きていないのではないかと。むしろ、将来のことが不安なので貯蓄をするという動きの方が強く出ている。ただし、長期的に見ると、貯蓄率は少しずつ下がってきている。つまり、少子高齢化の進行で、高齢者が増えているので、貯蓄の取り崩しが起きており、貯蓄率が低下するという傾向が現れている。この傾向は、これからも続いていくだろうと思われる。

最後のご質問のD政策であるが、日本では1930年代に、国債の直接引受、つまり政府が発行した国債を日銀が直接買うという政策がとられたことがある。その結果、ひどいインフレが来てしまったという経験があるので、現在は財政法の5条でこれを禁止している。したがって、このD政策は、この法律の抜け道を通して行う性格をもっているのも、もしこの政策をやるとすれば、政治の判断が必要だ（日銀が単独の判断で行うべきではない）と思う。事実上、法律の趣旨に反することをを行うという点で、あまりよい政策ではないと思っている。

ただ、戦前にこの政策でインフレが起きているので、デフレからの脱却にはこの政策がよいのではないかと考えている人も、一部にはいるようだ。私自身は、よい政策とは全く思っておらず、先生のご指摘になったように、国債が暴落して長期金利が上がり、ひどいインフレが来て、という世界に入っていくので、賛成はできかねる。

以上である。Shin先生の有益なコメントに、重ねて感謝する。

[付記] その後、FRBは、同年11月3日のFOMCで、市場の予想通りの大規模な金融緩和を行った。その内容は、①2011年6月末までに、6000億ドルの長期国債を追加購入する（月額750億ドル）、②FRBが保有するMBSの元本償還分で長期国債を購入する措置を継続する（したがって①の購入額は純増となる）、③FFレートを0～0.25%（事実上のゼロ金利）に維持する、などである。

以上