

国債累積と金融システム・中央銀行

齊藤美彦

はじめに

2010年初以来のギリシャの財政危機および国債価格の下落（金利上昇）は欧州統一通貨ユーロの信認低下に結びつくこととなった。欧州中央銀行（ECB）はそれまでユーロ参加国の国債を買い入れることはしてこなかったが、2010年5月以降、証券市場プログラム（SMP）により限定的ながら加盟国国債の購入を開始した。また、イングランド銀行（BOE）も、従来基本的には行ってこなかった国債の買切りオペを2008年1月以降開始し、その後危機対応から2009年3月以降、子会社（APF）を通じた国債買取りを行っている。これに対して、アメリカおよび日本の中央銀行（FRB・日銀）は、通常の金融調節手段として国債の買切りオペを従来から行っており、その金額を今次危機発生以降（日本銀行についてはその前からであるが）増大させてきている。結果として各国中央銀行の資産における国債の比率が上昇してきている。また、今次危機は不可避免的に国債発行額を増加させ、国債発行残高を増加させてきている。本稿では、このような国債累積時代における金融システム・中央銀行について日本を中心に検討することとしたい。

I . 「量的緩和」政策と国債価格支持政策

2006年3月、日本銀行は政策委員会・金融政策決定会合において2001年3月以来採用してきた「量的緩和」政策の解除を決定した。同会合において政府代表委員（議決権はないが参加できる）は、「量的緩和」政策の解除に反対はしなかったものの「長期金利を含めた金利全般に目配りしていく姿勢を明確にす

るとともに、長期国債の買入れ額については、現状を維持すること」(公表された議事要旨より)を求めたという。

この政府委員の発言は、日本経済全般への配慮を求めたという側面もあるであろうが、多額の債務を抱えている主体からの国債価格支持政策を求めたものとの側面が強いものであるように思われる。アメリカにおいては1951年に財務省と連邦準備制度理事会(FRB)との間に後者は国債価格支持政策を行わないというアコードが結ばれたことを考慮すると、日本における事態は米アコード以前のといえるようなものである。債務者としての政府の他の債務者との違いは、その債務の返済にかかわって徴税権という権力を有しているという点と、中央銀行にたいする圧力等(政府筋からの中央銀行への圧力は緩和を求めるものであり、引締めを求められることは基本的にないといえる)によりインフレーションを起こす可能性を有しており、それにより債務者利得を得る可能性が一応はあるという点にある。このため債務者たる国家(政府)からの中央銀行の独立性は常に問題となるわけであるが、近年はこの問題が以前より注目を集めるようになってきている。

5年に及んだ異例の非正統的(伝統的)金融政策としての「量的緩和」政策は、名目金利には通常非負制約があることから、ゼロ金利政策よりもさらに踏み込んだ緩和を求める圧力にたいして日本銀行がいやいやながら応じざるをえなかったという側面をもつものであった。そして日銀当座預金残高目標は、その「量」の増加が真に緩和効果をもつかどうか明らかでないままに増額された。しかしながら「量的緩和」政策の効果としては、潤沢な流動性の供給により金融危機を防ぐ効果があったかもしれないという点といわゆる時間軸効果によるイールド・カーブのフラット化という効果ぐらいしかなかったという評価が一般的である。すなわちポートフォリオ・リバランス効果なるもの等は発現しなかった。

そうすると「量的緩和」政策にはたして「量」の面での緩和効果があったのかということが問題とされざるをえなくなる。ゼロ金利政策を行い、その長期継続というコミットメントをするとともに、危機が発生した際には潤沢な資金供給を行うという約束をすればよかったわけであり、「量的緩和」なる政策をとる必要などなかったのである。「量」そのものの緩和効果などないにもかかわらず当座預金残高目標の拡大を一段の緩和であるとの日本銀行の説明、とり

わけ福井総裁就任後のそれは市場関係者からは「ギミック」、すなわちインチキであるとみなされていたという¹⁾。これは「量的緩和」政策の解除が当座預金残高目標を漸減させた後にゼロ金利政策、そして通常の短期金利コントロールへという道筋をとらずに、いきなり「金融市場調節の操作目標を日本銀行当座預金残高から無担保コールレート（オーバーナイト物）に変更」し、それをゼロ%とするように促すという方式をとったことがその証明ともなっている。操作目標の変更後に日本銀行当座預金残高は減少しているが、それについて金融引締めとは説明されていないからである。そしてこれが金融引締めでない以上、「量的緩和」は緩和ではなかったのである。

それはともかくとして、「量的緩和」政策期における日本銀行当座預金残高を増額させるための中心的手段は、外部からそれを求められることも多かった長期国債買切りオペの増額であった。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いたいと思っただとしても売り手がい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。それではそれはどうして可能となったのであろうか。実は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。こうして日本銀行のバランスシートの資産側に長期国債が累積していった。

ただし「量的緩和」政策の採用時に長期国債の買切りオペの増額を約束したものの、日本銀行はその保有上限について銀行券発行残高を上限とするという「日銀券ルール」の厳守を表明した。これは非正統的（伝統的）な金融政策をとらざるをえなくなった中央銀行としての最後の規律の表明であったであろうし、米アコード以前の状況下において政治的圧力をかわすための歯止めでもあったであろう。ただし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。

「量的緩和」期の日本銀行による国債の買入れは、単に「量」の供給を目指

したものともいい難いものであった。まず2002年1月には長期国債の買いオペの対象銘柄を「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あってよい。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可能性は排除できない。

ところで日本銀行の負債の大部分は日本銀行券であり、資産の大部分は国債である。そして現在においては銀行券供給のため中央銀行が取得する資産としては長期国債が適しているとの見方が一般的である²⁾。それは銀行券は中央銀行による短期的な操作対象でなく傾向的に増加するため、買入れ対象は長期に資産として残るものがよいとの考えからである。そして中央銀行のオペ対象資産にはその市場に厚みがあり流動性が高いことが要求される。それはオペによる資産価格(長期金利)への影響を排除するためにも望ましい。また金融政策の中立性の観点からは株式や社債のように個別性が高いものはオペ対象として不適格である。それは金融調節が直接資金配分に影響を与えることになってしまうからであるという。そうすると国債の累積を所与のものとするのであれば、中央銀行のオペ対象資産としてもっとも適当なのは長期国債ということになる。しかしながらこのような見解の普遍性はどの程度のものであろうか。以下では日本銀行のバランスシートの推移を辿りながらこの問題に接近することとしたい。

Ⅱ．国債累積と銀行・中央銀行

日本において国債の大量発行が開始されたのは、第一次オイルショック後の不況に対応するためであった。国債の大量発行開始は、それ以前の国債引受シンジケート団の中心メンバーの銀行が引き受けた国債(その売却は禁止されていた)を発行後1年経過すれば日本銀行がオペで吸収するという一種の安定的構造を突き崩すこととなった。ニクソン・ショックによる為替調整および第一次オイルショックは日本経済への大きな負担となり、財政出動による支えを不可

避とした。しかしながら大量の国債発行はその引受機構への負担を大きくした。その大きな理由はもはや銀行等が大量に引き受けざるをえなかった国債の大部分を日本銀行が買い取ることは不可能であったことである。結局、大蔵省は1977年には銀行に保有国債の流動化を認めざるをえなかった。本格的な国債流通市場の成立は新規国債の発行条件にも跳ね返ることとなった。1982年夏には国債引受シンジケート団と大蔵省との発行条件の調整が不調に終わり休債となるという事態が発生した。大蔵省は御用金調達思想を若干は改め、市場実勢（流通市場金利）を勘案した発行条件を考えざるをえなくなったのであった。

国債流通市場の本格的な成立は、現先市場の拡大へとつながり、規制金利の預金（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。この日本版ディスインターメディアーションの発現こそが、1979年の自由金利預金としての譲渡性預金（CD）登場の大きな要因であった。さらに国債の大量発行は大蔵省の発行政策へも影響し、1970年代後半には種々の中期国債の新規発行が開始された。このことは証券会社による中期国債を組み入れた投資信託である中期国債ファンドの発売（1980年1月）へとつながっていった。

また、1970年代末には金利上昇による通称ロクイチ国債の暴落という事件があり、これは銀行等の収益に悪影響を与えた。これへの対応として有価証券（国債）の評価に原価法を採用可能（低価法に加えて）とする経理基準の見直し（ごまかし）や為替取扱手数料の値上げというカルテル行為および当該行為の当局の黙認があった。

さらにこのような時期に行われた銀行法の改正作業において銀行による国債の窓口販売およびディーリング業務について、新銀行法に公共債関連業務に明文の規定は置くものの、当該業務については証券取引法上の認可を要し、所要の規定を置く、これについては制度の整備であり、実施面の問題とは別、とのいわゆる「証券三原則」（大蔵省内における銀行局と証券局の合意であるが、これには証券会社の意向が強く反映していた）に銀行界が強く反発したのは、ある意味当然であった。

結局、新銀行法は銀行界が「証券三原則」を渋々受諾することにより成立し、1983年から銀行等による国債の窓口販売（募集の取扱い）、84年からは同じく国債のディーリング（フルディーリングは85年）業務が開始された。銀行等による国債のフルディーリングが開始された85年の9月にニューヨークで

先進諸国(G5)の蔵相・中央銀行総裁会議が発表したのがいわゆる「プラザ合意」であった。これはレーガン政権の政策ミスもあっての国際的不均衡の拡大を協調介入による為替調整により解決しようとしたものであった。

円高の国内経済への悪影響を緩和しようとの意図からの金融緩和政策は、国債価格の上昇をもたらし、フルディーリング開始後の銀行等の国債ディーリング益(商品有価証券売買益)を増加させた。しかし1980年代後半の金融緩和の行き過ぎは非常に大きな問題を惹起することとなった。いうまでもなくそれは資産価格バブルの形成であったが、この間一般物価水準は安定していた。このことはインフレーション・ターゲティング政策を導入した場合の運営上の検討課題となるものである。また、バブル景気は財政に一時的に好影響をもたらし、1978年度以降10兆円を超えていた新規財源国債の発行額は、1987年度から2002年度までの間それを下回った。このことは日本銀行のバランスシートにも影響し、1990年には長期国債の資産に占める割合は低下しており、この時期において「成長通貨の供給」が長期国債の取得によりなされたとはいえないのは明らかである(図表1)。

バブルの崩壊はこのような状態を一変させた。名目ベースの一般会計収収は1990年度をピークに減少傾向をたどる一方、歳出は増加傾向をたどった。結果として国債発行額は巨大なものとなっていった。これは、度重なる緊急経済対策・総合経済対策の発動の結果であるが、それはバブルの崩壊により日本経済が大きく傷ついたことおよびそれへの対応が後手後手にまわったことを理由としていた。さらに1990年代半ばの若干の回復のみられた時期における、当時の橋本内閣の構造改革路線は回復の芽を摘むこととなり、1997・98年の金融危機へとつながっていった。この結果、国債発行額はさらに増加し、2004年度には普通国債のみで残高が名目GDPを凌駕し、翌年度以降残高は500兆円を超えることとなった。財政政策の効果を疑問視するような見解は実際には無視されたといってよい状態が続いてきている。

このことは日本銀行のバランスシートにも大きく影響し、預金対比でもGDP対比でも異常に膨らんでいるといってよい銀行券発券額・バランスシートの規模となっている。そしてそのなかで長期国債の資産全体に占める割合が大きくなっている(図表1)。前述の銀行券の対応資産として長期国債が望ましいという見解はこうした現実ととりあえずは整合的ではあるのである。

このように 1970 年代半ば以降の日本経済は国債累積の過程が波はありつつも進んできたといえる。当初は御用金調達感覚が強かったが、大量の国債発行・国債累積は、政府の国債管理政策のいわばソフィスティケート化をもたらしたといえる。長期国債（10 年債）の引受に入札方式が導入されたのが 1987 年 11 月（20%）のことであるが、89 年 4 月債からは毎月の発行額の 40% について国債引受シンジケート団メンバーによる価格競争入札を導入し、その平均価格により残りの部分を固定シェアに応じて引き受けるものとされた。その後、90 年 10 月から入札割合が 60% にまで引き上げられ、さらに 02 年 4 月には 62%、同年 5 月には 75%、03 年 5 月には 80%、04 年 5 月には 85%、05 年 4 月には 90% へと引き上げられた。そして 04 年 10 月の国債市場特別参加者制度（プライマリー・ディーラー制度）の導入を受けて、06 年 3 月に国債引受シンジケート団は廃止された。このような措置により長期国債の発行条件決定について競争的な要素が本格的に導入されたが、一方で前述のような日本銀行に国債価格維持を求めるような発言も政府関係者からなされるわけである。

その他、発行政策においてはストリップス債（2003 年 1 月）、個人向け国債（03 年 3 月）、物価連動国債（04 年 3 月）等が導入されるなど多様化が図られてきている。これらのうち物価連動国債は、現在のところ税制上の取扱いの関係から、個人・一般事業法人や海外の民間投資家など、利子所得にたいして源泉徴収が行われる主体は購入することができないが、その仕組み自体は発行者にインフレーションを発生させようとの誘引を与えないという面で注目される。しかしながらその国債発行額に占める割合が急上昇することは近い将来においては考えられない。

こうした環境は、金融システム・金融政策は国債累積を前提として受け入れざるをえないというか、相互に影響しあわざるをえないという関係であるということの意味する。バブルの崩壊以降、マネーの供給（主として預金）が銀行の国債購入により行われざるをえなかったということは、別に国債が大量発行されたことを理由としているわけではないが、景気低迷および不良債権問題による銀行の自己資本の毀損は銀行の与信能力を奪うと同時に優良な与信対象もまた不足するという問題も発生させた。そしてこのような環境こそが国債大量発行をもたらし、銀行が結局はそれを大量購入せざるをえなかった理由であり、マネー供給が銀行の国債の購入（それにより預金創造がなされる）中心とならざ

図表1 日本銀行のバランスシート

	1985.3		1990.3		1995.3	
地金	1,404	0.49	1,404	0.31	2,156	0.44
現金	2,339	0.82	3,526	0.77	3,164	0.65
買現先						
民間貸出	16,797	5.90	53,411	11.67	43,959	9.05
預金保険機構貸付金						
買入手形	15,982	5.62	69,000	15.07	51,221	10.55
保管国債						
国債	194,946	68.52	268,780	58.72	323,074	66.54
短期国債	125,843	44.23	201,053	43.92	156,689	32.27
長期国債	69,103	24.29	67,727	14.80	166,385	34.27
資産担保証券						
信託財産株式						
外国為替	31,705	11.14	27,104	5.92	25,491	5.25
代理店勘定	15,695	5.52	27,256	5.95	30,812	6.35
国債借入担保金						
雑勘定	5,648	1.99	7,260	1.59	5,625	1.16
資産合計	284,520	100.00	457,744	100.00	485,505	100.00
発行銀行券	209,850	73.76	335,296	73.25	381,266	78.53
政府預金	14,640	5.15	47,135	10.30	7,355	1.51
民間預金	31,393	11.03	45,596	9.96	39,798	8.20
その他預金	316	0.11	2,823	0.62	167	0.03
売現先						
売出手形					18,012	3.71
借入国債						
雑勘定	7,663	2.69	1,481	0.32	24,357	5.02
引当金勘定	9,052	3.18	11,212	2.45	13,180	2.71
資本金	1	0.00	1	0.00	1	0.00
準備金	11,601	4.08	14,197	3.10	19,379	3.99
負債および資本合計	284,520	100.00	457,744	100.00	485,505	100.00

M1	876,756		1,220,270		1,480,161	
銀行券/M1(%)	23.9		27.5		25.8	
M2 + CD	2,916,096		4,724,778		5,401,777	
銀行券/M2 + CD(%)	7.2		7.1		7.1	
国内総生産	3,051,441		4,064,768		4,869,469	
銀行券/GDP(%)	6.9		8.2		7.8	

注) 国内総生産は年度計数。

[出所] 日本銀行統計・SNA統計より作成。

斉藤美彦：国債累積と金融システム・中央銀行

の推移 (1985.3-2011.3)

(単位：億円)

2000.3		2005.3		2010.3		2011.3	
4,328	0.41	4,412	0.29	4,412	0.36	4,412	0.31
2,788	0.26	2,671	0.18	3,301	0.27	3,963	0.28
		52,284	3.47	49,833	4.09	6,285	0.44
15,587	1.47	40	0.00	357,839	29.37	561,360	39.28
2,689	0.25						
59,079	5.56	376,099	24.99	378,144	31.04	378,144	26.46
77,225	7.27						
745,963	70.24	991,239	65.86	730,661	59.98	772,992	54.08
237,656	22.38	336,588	22.36	228,532	18.76	181,762	12.72
508,307	47.86	654,650	43.49	502,129	41.22	591,229	41.37
		830	0.06		0.00		0.00
		20,225	1.34	14,255	1.17	15,049	1.05
33,239	3.13	45,230	3.00	50,227	4.12	52,353	3.66
36,033	3.39	4,151	0.28	193	0.02	174	0.01
79,381	7.47						
8,391	0.79	7,989	0.53	5,795	0.48	5,795	0.41
1,062,017	100.00	1,505,173	100.00	1,218,241	100.00	1,429,250	100.00
571,201	53.78	746,719	49.61	773,527	63.50	809,230	56.62
130,311	12.27	75,871	5.04	30,186	2.48	23,553	1.65
183,413	17.27	357,562	23.76	234,553	19.25	407,556	28.52
				432	0.04	344	0.02
		244,520	16.25	116,515	9.56	122,986	8.60
38,008	3.58	17,932	1.19				
77,225	7.27						
11,796	1.11	4,655	0.31	4,114	0.34	6,482	0.45
27,656	2.60	29,165	1.94	32,311	2.65	32,311	2.26
1	0.00	1	0.00	1	0.00	1	0.00
22,081	2.08	25,272	1.68	26,600	2.18	26,783	1.87
1,062,017	100.00	1,505,173	100.00	1,218,241	100.00	1,429,250	100.00
2,375,195		3,817,825		4,879,000		5,085,000	
24.0		19.6		15.9		15.9	
6,339,881		7,075,820		7,660,000		7,866,000	
9.0		10.6		10.1		10.3	
4,966,058		4,962,289		4,740,399			
11.5		15.0		16.3			

るをえなかった内実であろう。

Ⅲ．正統的金融政策と国債

マルクスが「半官半民の奇妙な混合物」と呼んだ「あいまいな存在」(吉田 暁)としての中央銀行の行動の評価は、国の重要な経済政策としての金融政策を遂行するにあたり、それが市場取引により行われているという点をどう捉えるかということにかかわってくる。その活動は国家権力の行使そのものなのか違うのか、それは政府に近いのか金融市場に近いのかということである。また、近年はやりの言説である「政府・日銀一体となって」というのには危険性はないのであろうか。

通常、「窓口指導」を正統的金融政策であるということではなく、「量的緩和」政策についても非正統的(伝統的)金融政策であるといわれた。「量的緩和」政策との関連でいえばベースマネー・コントロールは正統的金融政策とはみなされず、中央銀行は短期金利のコントロールを行うことにより金融政策を遂行するのが正統的とみなされている。このことは中央銀行は長期金利の直接コントロールは行わないということであり、「量的緩和」期において行われた「日銀は長期国債の買切りオペの増額を行うことにより、その品薄状態をつくりだし、価格上昇＝長期金利を低下させるべき」との類の議論は、国債価格支持政策そのものであり正統的なものではない。もっとも日本銀行が公定歩合操作より金融調節による短期金融市場金利の誘導を重視し、誘導目標について対外的に発表するようになったのは1995年3月以降のことであるが、これは金利が自由に決定できるようになってきたことと大きくかかわっている。

また、金融調節手段としては、公定歩合操作、公開市場操作に遅れて登場した準備率操作は、自由化の進展する過程において準備率そのものは低いものとし(ゼロリザーブの場合もある)基本的には動かさないものとするとの傾向が明らかになってきている。準備率操作というよりは準備預金制度の存在そのものが短期金利操作のために重要であるとの認識が一般化してきたように思われる。

このようななかで、銀行券増発には長期国債買切りオペで対応し短期的な資金需給には量の面では受動的にその他のオペで対応ということが正統的な金融政策として普遍的に受け入れられるようになったかといえ、それには疑問符

がつけられざるをえない。FRBが1953年から61年にかけて採用したビルズオンリー政策が望ましいとの議論が一般的とはいえないものの、中央銀行による長期国債保有には何らかの歯止めが必要との考えの方が一般的であろう³⁾。中央銀行のバランスシートの資産側の大部分が国債であるということ自体が、中央銀行の負債である銀行券が細切れ国債＝政府紙幣化するということにはつながらないが（その発行の態様が市場取引を通じてしか行われぬことが重要）、そこにおける規律の緩み（たとえば新規発行国債の直接引受）がそれを政府紙幣化しかねない危険は有しているからである。これは結局のところ、中央銀行の遂行すべきは金融政策であり、国債管理政策と金融政策は分離されるべきであるということに帰着するであろう。

この他、1990年代以降における中央銀行の行動について、「市場との対話」を効率的にするために「透明性の向上および説明責任」を求めるという気運が強まってきている。このような流れの中でインフレーション・ターゲティングを導入する中央銀行がニュージーランド（1990年3月）、カナダ（91年2月）、イギリス（92年10月）等多くなった。マネーサプライ・ターゲティングの有効性の喪失（マネーサプライと物価の関係の希薄化、貨幣の流通速度の不安定化）を受けて、物価上昇率そのものを政策目標とするというものである。これは中央銀行が目標インフレ率の達成を最優先として金融政策を遂行し、その達成状況についての説明責任を負うというものではあるが、そこには政治の圧力から自由になることができるという説明がなされる場合も多い。上記のインフレーション・ターゲティングを導入した諸国は、その導入目的はインフレーションの抑制にあった。これと対照的に日本においてそれを求める議論はデフレーションの克服のためにそれを求めるものであった。そしてそのためのツールとして中心的に求められたものが長期国債の買切りオペの増額なのであった。

このインフレーション・ターゲティングが正統的な金融政策としての認知を受けるか否かについては現時点では判定できない。それは、FRB、日本銀行、ヨーロッパ中央銀行といった有力な中央銀行がオフィシャルには同政策を採用していないというだけでなく⁴⁾、中央銀行が資産価格変動とどうかわるかについて試行錯誤の状況であるからである。すなわち中央銀行が一般物価の安定に成功するとしばしば資産価格（特に住宅価格）バブルが起き、一般物価がターゲットレンジ内にあつたとしても金利を引き上げざるをえない状況が出現

しているからである。このためインフレーション・ターゲティングはスタンダードな金融政策とはなりえないのではないかとの見解も広く存在する。

ただインフレーション・ターゲティング導入との関連もあり、近年においては「中央銀行の独立性についての論議」が活発に行われるようになってきた。そもそも中央銀行という銀行業務を行う主体に紙幣(中央銀行券)の発行を独占させ、そこに金融政策をゆだねるということ自体にその独立性が問題とされざるをえない面はある。それは紙幣を政府紙幣の形態で増発したり、中央銀行制度があったとしてもその独立性が十分でなかった場合には往々にしてインフレーションが発現したために中央銀行に独立性が与えられてきたからである。金融政策は中央銀行の専管事項であるというのはこのことであり、銀行業務を行い市場に近いところにいる中央銀行のみに発券を許し(政府による発券は通常の場合行われない)、それが市場取引を通じてしか増発されないという仕組みを作ったこと、そしてそれに政府からの独立性を認めてきたことは資本主義の叡智としての側面が強いであろう。

そこで問題とされるのは、近年における「中央銀行の独立性についての論議」の高まりをどう評価するかということであろう。これについて金井[2006]は、「通貨価値安定を最優先する志向の高まりを象徴的に示す」(232頁)ものと捉えている。その議論をもう少し詳しくみるならば、第二次大戦後の金融政策はある程度の物価上昇を容認しつつ完全雇用と成長に協力するものであったが、新自由主義的傾向の出現とともに通貨価値の安定が大きく前面に出てくることになる。「中央銀行が通貨価値安定を最重要任務として掲げるといふことと、現実の政策が通貨価値安定を最優先とするといふことは別問題」(232頁)であり、それが優先されるようになってきたことから中央銀行を政治から独立させようとする主張が強まることとなったというのである。

「中央銀行の独立性についての論議」の高まりを金融政策が新自由主義に沿うものとなってきたと捉える金井の見解は興味深いものではあり、少なくとも主流派経済学の理論的發展や中央銀行独立性指数を用いた実証研究の積み重ねが中央銀行の独立性を保障するような制度改革を導いたという類の議論よりは魅力的である。しかしながら、中央銀行の独立性に関して「論議の高まること」と「それが実際に尊重される」こととは別次元の問題であるということも指摘しておきたい。「政策手段の独立性」がたとえ高くとも、「政策目標の独立

性」が与えられておらず、さらにそれが実行不可能なものであれば前者はおよそ意味をなさないものとなることは明白である。中央銀行のトップは民主主義的な選出過程を経ていないことから政策目標を国会等で決定されるべきとの議論には賛同できる部分はあるものの、そこには錯誤が生じやすいことにたいする覚悟のようなものも必要とされるであろう。

また、日本における新日本銀行法の成立は、旧日本銀行法があまりに旧態依然としたものであり、なおかつその独立性を尊重しないものであり、他の金融関係の業法が改正されるなかで金融自由化にも即さなかったことから改正されたものであると考えられる。そしてその改正の過程でも「立法でも司法でもないものは行政である」との屁理屈としかいいようのない議論がなされたことや前述の国債価格支持政策を求める議論が平然となされるような環境があることも忘れられてはならない点であろう。その意味で近年の「中央銀行の独立性についての論議」の高まりという事実は世界的潮流として認められるものの、その内実についてはさらに検討が必要であるといえるであろう。そしてその際には、財政事情とのかかわり、すなわち国債累積とのかかわりがより綿密に分析されなければならないであろう。

IV . 今次危機と国債・金融政策

アメリカの信用度の低い顧客に対する住宅ローンの返済不能問題はアメリカ国内にとどまらず世界的に拡大し、グローバルないし世界金融危機・世界同時不況という名称が一般化する事態となった。これへの対応として世界各国の中央銀行は政策金利の引下げを行い名目金利の水準はかなり低下した。特にアメリカのFRBは2008年12月に政策金利（FFレートのオーバーナイト物）の誘導水準を0 - 0.25%まで引き下げ、これを事実上のゼロ金利政策の採用と日本の新聞等では紹介している。この段階で日本銀行の政策金利（無担保コールレートのオーバーナイト物）は0.3%であり日米の政策金利誘導水準は逆転した。これは日本銀行に対する緩和圧力となり、結局日本銀行は政策金利の誘導水準を12月17日に0.1%に引き下げざるをえなかった。この他、日本銀行は再び危機モードの金融調節を採用することを余儀なくされてきている。また、各国の中央銀行も同様に危機モードの金融調節の採用を余儀なくされているが、その

際には日本のバブル崩壊以降の金融政策、とりわけ「量的緩和」政策の経験が参考とされているように思われる。すなわち政策金利としての名目短期金利がゼロ近傍に近づいた際に、追加的な金融緩和措置としてはどのようなものを採用するのが適当なのかという点である。また、特定の市場において流動性が枯渇するような事態やリーマン・ショックのような大きなショックが発生した際の対応等においても、どのようにして混乱を回避するのかという点も問題となるであろう。

結局、多くの中央銀行は危機対応のため非伝統的・非正統的といわれる金融調節方式を採用しなければならなかったわけであるが、その後はそこからの出口戦略も問題となってくる。さらには、金融危機はインフレーション・ターゲティングといった枠組み、ニューケインジアン的な最適金融政策論の妥当性についても再検討されるきっかけとなっている。

日本銀行は、2006年3月に約5年間にわたって採用してきた「量的緩和」政策を解除し、金融市場調節方式を日本銀行当座預金残高から短期金融市場金利(無担保コールレートのオーバーナイト物)へと変更し、その誘導水準をゼロ%近傍とするとした。「量的緩和」政策は当初期待されていた効果をほとんど達成することなく、他方で短期金融市場の機能低下等の悪影響をもたらしていたわけであるから、ゼロ金政策解除後それほど間をおかない2006年7月に政策金利の誘導水準を0.25%としたことは当然のことであった。そして翌2007年2月にはそれは0.5%へと引き上げられ金利正常化により金利機能の活用が図られる事態になることが期待されていた。

なお、かつての日本銀行から銀行への貸出金利は公定歩合と呼ばれ規制金利体系の中心となっていたが、日本銀行はこの呼称を変更し(統計の名称変更)、「基準割引率および基準貸付利率」(以下、基準貸付利率)とした。そしてこの金利は2001年3月に導入された補完貸付制度(ロンバード貸出)の適用金利となっており、それは後に詳しく述べるが短期金利の上限を画する貸付ファシリティ(スタンディング・ファシリティ)の金利としての位置づけが与えられてきていた。この基準貸付利率は、2001年9月以来0.1%の水準にあり、「量的緩和」政策解除後のゼロ金利政策期においても変更はなかったが、このゼロ金利政策解除後において0.4%と政策金利の誘導水準比+15ベースポイントとされ(2006年7月)、政策金利が0.5%に引き上げられた際には同+25ベーシ

スポイントの0.75%とされた(2007年2月)。

現時点で考えれば、上海ショックと呼ばれる世界同時株安が起きたのは2007年2月末のことであり、これが危機の前触れであった。1999年2月に導入した最初のゼロ金利政策を2000年8月に解除した後にITバブルの崩壊があり、「量的緩和」政策の採用へと日本銀行は追い込まれたわけであるが、金利正常化を目指したこの時期においてもアメリカで住宅バブルが崩壊した。ただし、今回の危機はアメリカ国内にとどまらず証券化商品を媒介として国外へと波及した。そしてそれが最初に本格的に火を噴いたのは本国アメリカではなくヨーロッパであったというのもグローバル化時代の危機らしいものであった。2007年8月のフランスにおけるパリバ・ショック、同年9月のイギリスにおけるノーザンロックの流動性危機は、ヨーロッパ金融機関の近年のバランスシート構造の歪みとそれに起因する危機対応力の脆弱性を印象づけた。

2007年12月にはアメリカ・ヨーロッパの5中央銀行が短期金融市場への資金供給を協調的に行う旨の発表があったが、日本銀行はそれへの支持を表明しただけで特別の流動性の供給は行わなかった。それは日本の金融機関のアメリカの証券化商品へのエクスポージャーはそれほどでもなかったことが要因であった。しかしながら、2008年3月のベアスターンズ・ショック、そして9月のリーマン・ショックに至る危機の本格化の過程で、その影響は日本経済・日本の金融機関へと及ぶこととなった。

リーマン・ショック後に日本銀行が採用した危機対応策は、政策金利の引下げ(関連)、金融市場の安定確保のための措置、企業金融円滑化の支援のための措置の3つに大別することができる。これらの諸措置は、イングランド銀行(BOE)、連邦準備制度(FRB)等の危機対応策に比べるならば、その規模等は小さいものである。これは今次危機における金融機関の傷つき方の度合いが相対的に小さかったことが、その大きな理由である。しかしながらようやく政策金利の誘導水準を2007年2月に引き上げたとはいえ、それは0.5%と低く、そもそも金利低下余地が限られていたこともあり、追加緩和措置への圧力が生じやすい環境であったこともまた事実であった。

まず、政策金利の引下げについては、2008年10月31日に政策金利の誘導目標を0.2%引き下げ0.3%とした。この時点での市場での予測には0.25%というものもあったが、おそらくは再度の引下げも予想して、この時点におい

では0.3%という数値が採用されたものと推察される⁵⁾。そしてこの時点で基準貸付利率は0.25%引き下げられ0.5%とされた。注目されるのは、補完当座預金制度の新規導入である。これは超過準備に付利を行うという制度であり、預金ファシリティと同様の効果を持つ。導入時の水準は政策金利の誘導水準比20ベースポイント・マイナスの0.1%であり、これにより政策金利のプラスマイナス20ベースポイントの水準に短期金利のボラティリティを抑える体制となった。さらに重要なのは、この補完当座預金制度の導入によりゼロ金利としなくとも超過準備が供給できる、金融機関の側からいえば超過準備保有のインセンティブが与えられる制度となったということである。これは日本銀行が政策金利を引き下げても、かつての「量的緩和」期のように短期金利をゼロにはよほどのことがないかぎりにおいてしないという意思表示と解釈することが可能である。これはかつての「量的緩和」期における短期金融市場の機能不全の問題が大きいと日本銀行が判断したからであろう。しかしカウンターパーティリスクが意識されると短期金融市場は機能不全に陥る。この際中央銀行は短期金融市場を代替せざるをえない。しかし準備預金に付利がなされなければ市中金融機関に負担が生じてしまうことから場合によって資金吸収が必要となる。これでは市場に緩和感が生じにくいというか、マスコミ等が誤解する恐れもあることから苦渋の選択をしたものと考えられる。そのことにどれほどの意味があるかは疑問であるとしても、これにより日本銀行は機動的にバランスシートの拡大を行えるツールを有したと解釈することができる⁶⁾。

実際、同年12月19日の政策金利の0.1%への引下げ時には補完準備預金制度の付利金利は据え置かれ0.1%と政策金利の誘導水準と同水準とされた(基準貸付利率は0.2%引き下げられ0.3%とされた)。ここでも日本銀行のゼロ金利への抵抗の姿勢がみてとることができる。

なお、この補完当座預金制度は2008年11月16日開始の積み期間から導入され、当初の予定では2009年4月15日に終了する積み期間までの間の制度とのものであったが、2009年2月19日に同年10月15日までの、2009年7月15日に2010年1月15日までの期限延長が決定・公表された後に、2010年10月30日には当分の間延長するとされ、期限の定めがない制度となった。

この補完当座預金制度は、政策金利引下げに関連する措置であるが、金融市場の安定確保のための措置でもあり、実際日本銀行のホームページにおいては

金融市場の安定確保のための措置のひとつとして挙げられている。その他の金融市場の安定確保の措置としては図表 2 に挙げている諸措置があるが、重要なものとしては FRB との間のスワップ協定に基づき 2008 年 9 月 18 日に導入された米ドル資金供給オペが挙げられる。この金額の上限は当初 600 億ドルであったが、9 月 29 日には 1,200 億ドルにまで拡大し、10 月 13 日には金額制限が撤廃された。これはリーマン・ショック後のスワップ市場の機能不全により邦銀がドル流動性不足に陥ったのに対処したものであるが、米ドル資金供給オペレーション残高は 2008 年末にかけて急増し、年末時点では 1,230 億ドル弱の水準となった。2009 年入り以降は、金融市場の落ち着きとともに供給残高は減少し、同オペについては 2010 年 2 月 1 日をもって一旦は完了した（もっとも同年 5 月 10 日には、同措置は再開された。）

この他、2009 年 5 月 22 日には米国債、英国債、ドイツ国債、フランス国債（現地通貨建て）を適格担保化することにより、国際的に活動を行っている金融機関の保有金融資産の効率的な担保利用を可能とする措置をとった。

金融市場の安定化確保のための措置としては、資金需要が増大する 2008 年末越えおよび 2008 年度末越え資金の積極的な供給の他では、国債関連の諸措置が大きい。なかでも、これまでかなり拡大してきた長期国債の買切りオペの増額は、財政赤字の貨幣化の懸念の観点からも注目される。日本銀行の長期国債の買切りオペの金額は、2008 年 12 月 19 日には、月額 1.4 兆円（年額 16.8 兆円）に増額し、2009 年 3 月 18 日には月額 1.8 兆円（年額 21.6）兆円へとさらに増額された。「量的緩和」政策実施直後の長期国債買入れ額は、月額 4,000 億円であり、2002 年 10 月以降は月額 1.2 兆円であった。この買入れ額は、「量的緩和」政策が終了して以降も減額されることはなかったのであるが、今次危機への対応策として増額されることとなった。

国債の買入れ増への圧力は、バブル崩壊以降の日本銀行に対して恒常的に加えられてきた感のあるものである。これに対して日本銀行は、同行の保有長期国債の上限を日銀券発行残高とするという、いわゆる「日銀券ルール」を表明することにより、こうした圧力に消極的抵抗を行ってきた。実際、「量的緩和」政策期においては、日本銀行の長期国債保有残高が日銀券発行残高にかなり接近した時期もあったが、2004 年の中頃をピークとして 2008 年末までは期日到来債もあったことから長期国債保有残高も減少し、いわゆる「のりしろ」も増

図表2 日本銀行の金融危機対応措置（政策金利引下げ以外）

金融市場安定確保のための措置		実施日（公表日）等	完了日
金融市場安定確保のための措置			
国債補充供給の拡充 米ドル資金供給への導入・拡充 国債買現先才への拡充 補完当座預金制度導入 長期国債買入れの増額 長期国債買入れ対象の拡大 長期国債買入れの残存期間別実施 CP買現先才等の対象先への日本政策投資銀行の追加 不動産投資法人債等の適格担保化 政府保証付短期債券の適格担保化 公的部門に対する証券貸付債権の適格担保範囲の拡大 米・英・独・仏国債の適格担保化 年未越え資金の積極的な供給 年度未越え資金の積極的な供給	2008/9/16他 2008/9/18(9./29:10./19に拡充) 2008/10/14 2008/11/16 2008/12(年16.8兆円)2009/3(年21.6兆円) 2008/12/19他 2008/12/19他 2008/12/19 2009/1/22 2009/2/19 2009/4/7 2009/5/22	2010/2/1完了	
企業金融円滑化の支援のための措置			
CP買現先才への積極的活用 ABCPの適格担保要件緩和 企業金融支援特別才への導入・拡充 民間企業債務の適格担保要件緩和 CP等買入れ 社債買入れ	2008/10/14 2008/10/14 2008/12/19(拡充:2009/2/19) 2008/12/2 2009/1/22 2009/1/22	2010/3未完了 2009/12未完了 2009/12未完了	
金融システム安定のための措置			
金融機関保有株式買入れの再開 金融機関向け劣後特約貸付	2009/2/3 2009/6/10	2010/3未完了	

注) 成長基盤強化策および包括緩和については本文中に記載している。
 [出所] 日本銀行ホームページより作成(一部変更)

加した。しかし2009年以降はその長期国債保有残高は増加に転じており、将来的に日銀券ルールが守られなくなるのではないかと懸念も出てきている。

これはたんなるルールが守られないかどうかという問題ではなく、財政規律を守るとは思えなく、中央銀行の独立性に対する配慮もあまり感じられない政府により、中央銀行に国債購入圧力が加えられ、これに中央銀行が屈したと判断された場合に何が起きるかという問題である。その場合は、中央銀行による国債購入は「財政赤字の貨幣化(マネタイゼーション)」と判断され、国債価格は暴落する危険がある。このことは経済全般に大きな負の圧力となることは間違いないところであろう。

追加緩和圧力をかわす狙いがあるのかは不明であるが、2009年12月1日の臨時政策委員会・金融政策決定会合において、日本銀行は期間3か月の新型オペによる10兆円(上限)の資金供給を行うことを決定した。この新型オペの適用金利は政策金利の誘導水準と同じ0.1%であり、実際には週当たり8,000億円が供給された。これは一種の量的緩和であると白川総裁も認めたが、量的側面だけでなくターム物金利を低下させることによる緩和効果を狙いとしたものである。中央銀行のオーソドックスな金融調節は最短期の金利を誘導ないし操作するというものであるが、長期金利を直接コントロールするというものではないものの、ターム物金利にかなり直接的な低下圧力をかけるということもまた金融政策が危機モードにあることの証明であろう。なお、この新型オペについては、2010年3月17日に上限を20兆円に増額することが公表された。

さらに新型オペ導入直後の2009年12月18日の政策委員会・金融政策決定会合後の対外発表においては、デフレからの脱却のために緩和的スタンスを継続することを明確にし、「中長期的な物価安定の理解」についても「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラス領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている。」と変更し、デフレを容認しない姿勢を明確化した。これは従来のそれが、「消費者物価指数の前年比で0~2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、1%程度となっている。」であったのが、マイナスを容認すると解釈されることを懸念したと説明された。しかしながら消費者物価指数の前年同月比というたんなる統計数値が、若干のマイナスであることが若干のプラスと比べて破滅的であるということはないはずである。中央銀行が、デフレにあまり危機感が薄いと解釈されることに対する危惧はわからないでは

ないものの、むしろより粘り強い広報が必要とされるのではないかとこの感を持つ向きも多いのではないかと推察される。

次に、企業金融円滑化の支援のための措置であるが、これらは基本的に信用緩和と称される措置である。平時には中央銀行が保有するのは適当ではないとされる資産をも積極的に購入し、当該資産市場における資金の目詰まりを解消することを狙いとした措置であるといつてよいであろう。具体的には、日本銀行はCP等の買入れを2008年12月2日に、社債の買入れを2009年1月22日に、それぞれ公表し、前者は2008年12月19日以降、後者は2009年2月19日以降に導入した。

これらが平時においては適当ではないとされるのは、いうまでもなく個別企業の信用リスクを直接に中央銀行が負担することとなり、資金配分への直接的関与となるからである。また、それが中央銀行の財務の健全性に影響を与えるならば、結局は財政収入を減らすことから国民負担へとつながりかねないからである。そのために日本銀行はいくつかの留保措置をつけながらこれらの買入れを実施したが、CP等については2009年3月に1兆5,000億円強の買入れが行われたのをピークに買入れ額は急速に縮小した。一方、社債については買入れ額が大きなものとはならず、2009年9月の2,500億円強が月間買入れ額のピークであった。そしてこれらの臨時的な措置との位置づけの措置については、共に2009年末をもって完了した。

これに対して、2008年12月2日に公表され、12月19日以降実施された企業金融支援特別オペは、金融機関に対して幅広い民間企業債務を担保として政策金利の誘導水準と同水準の金利により金額無制限で行うオペレーションである。幅広い民間企業債務を担保とすることにより企業金融の目詰まりを解消しようとの意図からのものである。当初の実施期限は2009年3月末であり、実施頻度は月2回で資金供給期間は1~3か月であったが、2009年2月19日に実施期限を2009年9月末まで延長するとともに、実施頻度を週1回に資金供給期間を長期化し3か月とした。このオペについては、ターム物金利の低下をも意図したものであり、供給額が毎月6~7兆円レベルであり、期限はその後2010年3月末まで延長されたが、この時点で終了された。

上記の政策金利の引下げ(関連)、金融市場の安定確保のための措置、企業金融円滑化の支援のための措置の3類型に属さないものと日本銀行が分

類しているのが、金融機関保有株式買入れおよび金融機関向け劣後特約貸付であり、これらは金融システム安定のための措置と分類されている。

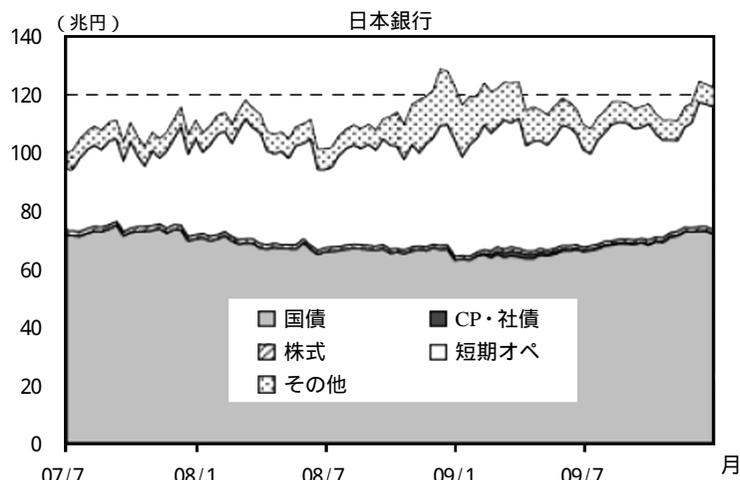
そもそも金融機関保有株式買入れは、「量的緩和」政策期の2002年11月に開始し、2004年9月末まで2兆円強を行い、その後2007年10月以降、当該株式の売却を行ってきた。そして2008年10月に当該売却を停止した後、2009年2月3日に買入れの再開を公表（上限1兆円）したものである。この金融機関保有株式買入れについては、金融政策・金融調節ではなく、金融システム安定のための措置との位置づけであり、本件についての決定は、日本銀行政策委員会の通常会合（金融政策決定会合ではない）においてなされている。また、当該買入れについては2010年4月末で終了し、買入れ後においては2012年までの間は市場での処分は行わず、2017年9月末までに処分する等の規定を定めている。

金融機関向け劣後特約貸付については、2009年3月17日に決定し、同年5月29日第1回の入札が実施された。これは金融機関に資本性の資金を供給するという意味で中央銀行が通常は行わない措置であり、具体的には期間10年のものと期間の定めのないもの（永久）が規定されていた。貸付限度は1兆円とし2010年3月末までに4半期ごとに入札を行うとしていたが、第1回の入札はわずか200億円（永久）であり、第2回から第4回までについては入札はゼロであった。これには様々な要因が考えられるが、基本的に邦銀（特に国際基準行）にとって今次危機はそれ程大きな打撃ではなく、自己資本制約が行動の桎梏となっているわけではないというのが基本であろう。

以上のような、日本銀行の行動により同行のバランスシート構造は変化はしたが、BOE、FRBと比べるならば、その変化は劇的なものではなく、バランスシートは拡大してはいるが極端に大きく膨らんではいない（図表3：もっとも2011年においてはかなり拡大している）。ただし政策金利の誘導水準をゼロしなくてもバランスシートをそれなりに拡大させているのには、補完当座預金制度という超過準備に付利をする制度が寄与しているということは再度強調しておきたい。

日本銀行のバランスシートが大きく拡大していないということは、邦銀の今次危機における傷つき方の度合いがそれほどではなかったということを表しているといえるであろう。さらに、日本銀行はかつての「量的緩和」政策の遂行

図表3 日本銀行のバランスシート(資産)



[出所] 日本銀行 [2010] 『金融市場レポート』(2010.01) 19頁。

により、ベースマネー増(特に準備預金増)と物価上昇の間には因果関係らしいものがないということを最もよく学んだ中央銀行であるということも影響しているであろう。

その意味では今後の懸念材料として挙げられるのは長期国債買切りオペ額の増加であろう。長期国債買切りオペ自体は日本においては通常の資金供給手段であるが、その増額が追加緩和圧力として外部からかかるものでもある。これと政府の財政規律は大きな関連を持つし、財政規律の面で難のある政府は往々にして中央銀行の独立性への配慮に欠けることになる。これに中央銀行が屈してしまうというのが最悪のシナリオであり、そのようにマーケットが判断すれば国債価格は暴落してしまうであろう。財政赤字の貨幣化(マネタイゼーション)と外部が判断せざるをえない事態は惹起させてはならないのである。

しかしながら現実の動きはその方向へと進んできている。2010年4月30日に日本銀行は、成長基盤強化策を公表した。その狙いは、日本銀行が日本経済の長期低迷の危険性に対して前向きに行動を起こすことで、企業の期待成長率に働きかけようとするものようであるが、具体的には金融機関が成長基盤強化に向けた貸出を行う場合には、日本銀行が事後的に金融機関に対し資金供給を行うというものである。これはおそらくは大きな効果を挙げることはないと思予想できるものではあるが、問題点も存在する。その第一は、日本銀行が直接

成長分野に貸出を行うと誤解を受ける可能性があること（貸出は民間金融機関が行い、日本銀行は事後的に流動性の補填を行うにもかかわらず）である。さらにはそもそも中央銀行は人口減少や生産性の低迷に対して働きかけるべき主体かという問題点も存在する。しかしながら成長基盤強化策は効果もないであろう一方で、副作用も少ない方策であることが予想される。

しかしながら、2010年10月5日に発表された「包括緩和政策」は大きな問題を含むものといえる。外部からの圧力に抗することができずに、「採りうる手段は何なりと」的な感覚を覚えざるをえないからである。その内容は、政策金利の誘導水準を0-0.1%とする、時間軸政策（将来的にも低金利政策を継続するとのコミットメント）、および資産買入れ等の基金の創出（国債、社債、ETF、J-REIT（5兆円）に加えて固定金利方式共通担保オペ（30兆円））である。この問題としては、これについて実質ゼロ金利政策という説明をしているが、補完当座預金制度の適用金利が0.1%で不変のため、政策金利はゼロとはならないということである。これは短期金融市場にとってはポジティブな点であるが、これを実質ゼロ金利と説明することが日本銀行のレピュテーションリスクにつながる恐れがある。また、基金で買入れる国債を日銀券ルール適用除外としていることで、同ルールが骨抜きとなる恐れがある。同基金の買入れ額を増加させる場合、増加させるのは国債中心となろうし、当初の残存期間1-2年間としている縛りもどんどん緩和される危険性がある。そしてそれが財政赤字のマネタイゼーションへ日本銀行が積極的に関与するとの評価につながりかねないのである。

おわりに

以上、「量的緩和」政策以降において日本銀行がいよいよながらも国債保有を増やさざるをえなかった経緯を検討し、そこから正統的とみなされる金融政策と国債との関係の考察を行ってきた。さらには「量的緩和」政策終了後から今次危機への日銀の対応についても検討を行ってきた。

その結果明らかとなったことは、中央銀行の保有資産として国債特に長期国債が望ましいとの類の議論は、そもそも国債大量発行・累積を前提とした議論であるということである。国債市場に厚みがあり一銘柄あたりのロットも大き

いからオペの対象資産として望ましいというのは特殊歴史的現実を前提とした上での一種の循環論法とみなせないこともない。ただしここでの問題は、中央銀行は国債を保有するのをやめ金・外貨・真正手形とすべきと主張せよということではなく、資本主義、金融システム、金融政策の現段階をどのように分析すべきかということである。

さらには、今次危機への対応の過程において、金融政策について新たな論点も明らかとなった。1984年に出版された『中央銀行』（東洋経済新報社）の「はしがき」において著者の西川元彦は中央銀行という題名の本が少ないことの理由として、セントラル・バンキングという「言葉や概念が一般化したのは近々50年前頃からにすぎない」（iv頁）ことを挙げていた。そして同書で強調していたのは、セントラル・バンキングとはアートであるということであった。同書の最後で西川は、アートという概念はとらえどころはないが「よりよき通貨」を目指すという明確な目標があると述べている。

同書の出版から約四半世紀が過ぎて世界は100年に一度といわれる金融危機に見舞われることとなったが、近年の中央銀行論・金融政策論のはやりは「空想から科学」ならぬ「アートから科学」であったようにも思われる。しかしながら今次のグローバル金融危機は、科学を標榜していたニューケインジアン・モデル、最適金融政策論そしてインフレーション・ターゲティング等への懐疑を浮かび上がらせることになってきている。そして再度の金融政策論発展途上論まで登場してきている⁷⁾。

よくよく考えれば金融政策における「総合的判断」とはやはり必要であり、その際に政府からの独立性も必要である。また非裁量的政策とされるインフレーション・ターゲティングにおいても、それを実施している諸国においてリジッドにルール適用がなされてきたわけでもない。しかし、インフレーション・ターゲティング的感性において劣悪なものはかなり質が悪い。例えばデフレーションに対するあまりにヒステリックな反応である。冷静に考えれば、単なる統計数値にしか過ぎず、その計測方法にも色々ある消費者物価指数の前年同月比のわずかなマイナスが地獄で、わずかなプラスが天国であるはずがないのは明らかではないだろうか。また、デフレは不況の結果であり、決してデフレが不況の原因であるわけではない。

さらに今次グローバル金融危機が金融政策運営に突きつけた問題のひとつと

して資産価格変動に中央銀行は、金融政策はどう対応すべきかという点がある。おそらくは資産価格バブルは認識できないから放置するしかなく、バブルが崩壊したと判断されれば機動的に金融緩和政策がとられるべきとのいわゆる Fed View は放棄されざるをえないのではないのではなからうか。

そうした観点から今次グローバル金融危機への日本銀行の対応は、外部圧力をかわしつつ、種々の非正統的といわれる政策をとりつつ、補完当座預金制度の導入により短期金融市場の名目金利をゼロとすることなしに超過準備を供給しうる体制としたと評価できるであろう。ただし中央銀行のバランスシート拡大の効果は、緊急対策以上のものがあるかについては冷静に判断されねばならないことであろう。

最後に、今次グローバル金融危機の経験から、マクロ・プルーデンスの視点が重要との考え方が広まってきている。そして中央銀行にも金融政策運営にあたり、このマクロ・プルーデンスの視点が求められている。そのこと自体は当然のことであるが、これも行き過ぎると金融規制・監督当局および政府との一体化のみが強調されてしまうという危険性があることも同時に認識すべきであろう。「よりよき通貨」のために中央銀行に独立性を与えてきたというのは資本主義の叡智であったはずなのである。

(さいとう・よしひこ 獨協大学経済学部教授)

(注)

- 1) 「量的緩和」政策の「量」そのものの緩和効果がなかったことについて詳しくは、加藤 [2004] および斉藤 [2006] を参照されたい。
- 2) 代表的なものとして植田 [2005] および真壁・玉木・平山 [2005] を挙げておく。
- 3) 現行の日銀券ルールは規律としてはかなり緩やかなものであるとの評価を下さざるをえない。「国債価格維持政策下の 1942～1950 年で FRB が保有していた中長期国債の残高は銀行券（ドル札）発行額に対して 4～63%（平均 24%）程度の比率だった」（加藤 [2004] 265 頁）という事実は日本の現状にたいする危惧を抱かせるものである。
- 4) 2012 年に入り、1 月 25 日に FRB がインフレ率（PCE デフレーター）2% という長期の政策目標（ゴール）を表明し、2 月 14 日に日銀が同（CPI）1% というゴールを表明した。これは BOE のような枠組みとは異なり、中央銀行が自らゴールを設定し、達成できなかった際のペナルティも明らかなものではなく、従来型のインフレーション・ターゲットングとは異なるものであると理解すべきであろう。
- 5) 実際にこの時の金融政策決定会合においては 3 名の審議委員が政策金利の誘導水準の 0.25% の引下げを求めた。
- 6) 翁 [2011] は、準備預金への付利は実質上は資金吸収を意味し、それが行われている状

態における中央銀行のバランスシート拡大と金融緩和度を結びつける議論を批判している。

- 7) 元FRB副議長のアラン・ブラインダーは日本経済新聞(2010.3.6)のインタビューにおいて、中央銀行の役割は発展途上にあると発言している。

参考文献

- Bank of England [2008] *The framework for the Bank of England's Operations in the Sterling Money Markets*.
- Bank of England, *Financial Stability Report* various issues.
- Bank of England, *Inflation Report* various issues.
- Bank of England, "Markets and Operations" *Bank of England Quarterly Bulletin* various issues.
- Benford, J. et al. [2009] "Quantitative easing" *Bank of England Quarterly Bulletin* 2009 Q2.
- Bernanke, B. S. [2008] *Federal Reserve Policies in the Financial Crisis*
(<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20081201a.htm>).
- Federal Reserve Bank of New York [2009] *Domestic Open Market Operations during 2008*.
- Federal Reserve Bank of New York [2010] *Domestic Open Market Operations during 2009*.
- Kohn, D. L. [2009] *Monetary Policy in the Financial Crisis*
(<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20090418a.htm>)
- 岩田規久男 [2009] 「日本銀行の金融政策の評価」『金融』第753号。
- 植田和男 [2005] 『ゼロ金利との闘い』日本経済新聞社。
- 翁邦雄 [2011] 『ポスト・マネタリズムの金融政策』日本経済新聞出版社。
- 加藤出 [2004] 『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。
- 加藤出 [2010] 「短期金融市場の現場で何が起きたか?」『フィナンシャル・レビュー』第99号。
- 金井雄一 [2006] 「金融政策の歴史的展開と現代の金融政策」信用理論研究会編『現代金融と信用理論』大月書店, 第5章第4節。
- 斉藤美彦 [2006] 『金融自由化と金融政策・銀行行動』日本経済評論社。
- 斉藤美彦 [2007] 「イングランド銀行の金融調節方式の変更(2006年)について」『証券経済研究』第58号。
- 斉藤美彦 [2010a] 「金融危機下のイングランド銀行金融調節」『証券レビュー』第50巻第3号。
- 斉藤美彦 [2010b] 「グローバル金融危機下の日本銀行金融政策」『中央大学経済研究所年報』第41号。
- 斉藤美彦・須藤時仁 [2009] 『国債累積時代の金融政策』日本経済評論社。
- 斉藤美彦・築田優 [2010] 『イギリス住宅金融の新潮流』時潮社。
- 白川方明 [2002] 『量的緩和の採用後一年間の経緯』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: 日銀批判とその反論』日本経済新聞社, 第4章。
- 白川方明 [2008] 『現代の金融政策』日本経済新聞社。
- 白塚重典 [2010] 「わが国の量的緩和政策の経験」『フィナンシャル・レビュー』第99号。
- 須藤時仁 [2009] 「英米における国債買取スキーム(上)(下)」『証券レビュー』第49巻第11号, 12号。
- 西川元彦 [1984] 『中央銀行』東洋経済新報社。
- 日本銀行 『金融市場レポート』各号。

齊藤美彦：国債累積と金融システム・中央銀行

日本銀行『金融システムレポート』各号。

日本銀行企画局 [2006]「主要国の中央銀行における金融調節の枠組み」『日本銀行調査季報』
2006 年秋。

日本銀行企画局 [2009]「今次金融危機における主要中央銀行の政策運営について」『日本銀行
レポート・調査論文』。

真壁昭雄・玉木伸介・平山賢一 [2005]『国債と金利をめぐる 300 年史』東洋経済新報社。

吉田暁 [2002]『決済システムと銀行・中央銀行』日本経済評論社。