

信用理論研究

第 32 号

2014 年 5 月

大会報告および討論

春期大会（大東文化大学）：

共通テーマ「現代の財政・金融危機と中央銀行

—量的緩和、インフレ・デフレの再検討—

非伝統的金融政策の競争的展開と現代資本主義の矛盾

……………前畑雪彦（桜美林大学）

世界経済危機下の日米欧の「大胆な金融政策」

……………相沢幸悦（埼玉学園大学）

円高・デフレ・日本銀行の為替介入

……………代田 純（駒澤大学）

秋期大会（名城大学）：

共通テーマ「国債発行残高巨額化の影響と国債管理政策

—日本における実情と諸外国からの示唆—

マクロの観点で捉える日本の国債管理政策

—焦点は経常収支から金融政策へ—

……………森田京平（パークレイズ証券）

イギリスの国債管理と金融政策……………斎藤美彦（獨協大学）

部会活動報告

学会事務局報告

会員著書・論文目録

信用理論研究学会

目 次

大会報告および討論

春期大会共通テーマ「現代の財政・金融政策と中央銀行

—『量的緩和』、インフレ・デフレの再検討—

非伝統的金融政策の競争的展開と現代資本主義の矛盾

……………前畑雪彦（桜美林大学）……………（ 1 ）

世界経済危機下の日米欧の「大胆な金融緩和」

……………相沢幸悦（埼玉学園大学）……………（ 21 ）

円高・デフレ・日本銀行の為替介入

……………代田 純（駒沢大学）……………（ 37 ）

秋期大会共通テーマ「国債発行残高巨額化の影響と国債管理政策

—日本における実情と諸外国からの示唆—

マクロの観点でとらえる日本の国債管理政策

—— 焦点は経常収支から金融政策へ ——

……………森田京平（パークレイズ証券）……………（ 49 ）

イギリスの国債管理と金融政策

……………斉藤美彦（獨協大学）……………（ 67 ）

部会活動報告……………（ 83 ）

学会事務局報告……………（ 85 ）

会員著書・論文目録……………（ 87 ）

大会報告と討論

非伝統的金融政策の競争的展開と 現代資本主義の矛盾

—— 不換制に独自の生きている矛盾の展開過程 ——

前畑 雪彦

(桜美林大学)

はじめに

日本・アメリカ・ユーロ圏・イギリスの先進国中央銀行は、リーマンショックを頂点とする過剰生産に基づく世界的貨幣恐慌起動の危機に直面して、不換制に独自の無制限発券力に立脚する無制限「流動性供給」宣言によって協調的共同防衛行動をとった後、引き続き「兌換制下の限度を超える」異常なバランスシート拡大政策を、現在ではそれぞれの国・地域の特殊事情と利害関係に規定されて競争的に展開している。即ち政策金利が事実上ゼロに接近した状態下で、世界市場における長期化した不況と高失業率の下で、換言すれば人工的に温存された過剰資本の存在条件下で、国民経済（地域）毎にこれへの対応処置として、当初予定された出口政策を大幅に後退させ、資産面での長期国債やリスク性資産の異常な買い入れと負債面での中央銀行当座預金（市中銀行支払準備）の異常な過剰積立——だからこの側面では、この政策は、特に黒田日銀は、貨幣数量説に立脚して不況の原因を貨幣不足と錯誤することで、過剰貨幣資本の存在に更に人工的に過剰を付け加える転倒的政策を進めている——、そして時間軸政策を競争的に展開している。

本報告は、このバランスシート拡大政策を、日本銀行の金融政策とアベノミクスを中心に、不換制に独自の生きている矛盾 (lebendiger Widerspruch) の展開過程として、即ちこの体制の特質と結びついた対立する諸要因が静かに並行するのではなく、それらが相互に否定しあう動的関係の展開として解明するものである。その際これを相互に関連する次の三つの側面にわたって考察する。1. 黒田日銀の金融政策とアベノミクスの国内の資本の再生産過程・所得流過程に及ぼす作用。2. それらの貨幣市場の利子率に及ぼす作用。3. それらの世界市場における各国中央銀行間の政策展開に対する作用。

三つの側面に入る前に、最初に黒田日銀の金融政策を特色づける「インフレ期待」とこれに媒介される2パーセントのインフレ目標政策について考察してみよう。兌換制では、兌換銀行券の過剰発行の可能性の増大は、それによる銀行券額面とその額の金との同一性についての不安をもたらす。つまり信用不安をもたらす。この場合、銀行券はそれ以上の流通を停止し、兌換還流により発券銀行に戻る。ここではこのメカニズムにより商品の流過程での銀行券の過剰とその減価は生じない。つまりインフレーションもインフレ期待も生じない。ここでは信用不安心理と貨幣恐慌——これに独立的貨幣恐慌と過剰生産に立脚する貨幣恐慌の二つがある——が生じるだけである。この世界の信用の膨張・崩壊と結びついて生じる物価の激しい上下波動は、リカード数量説や通貨理論が解釈したような商品の流過程における貨幣過剰とその不足によるインフレーション・デフレーションでは全くない。これに対して、不換制では、その制度的条件の本質に規定されて、インフレーションと「インフレ期待」が生じうる。ここでは紙幣所有者並びにその請求権の所有者は、商品の流過程に対する紙幣の過剰投入とこれを原因とするその減価を経済学的法則的認識としては知らなくても、兌換停止後の歴史的経験的現実としては知っている——日銀理論の意義と限界もここにある。彼らは経験知としてまた自らの存在規定か

ら十分認識している¹。しかし理論的にはその通俗的貨幣論（これはその貨幣博物館の説明に示されている）からインフレーションについての数量説的認識の限界を超えられない——。つまりこの世界では、銀行券の金との同一性に関する不安心理に代って、紙幣減価予想心理——これはより直接的には自分の購買対象の価格上昇の可能性の高まりとして意識されるであろう——とそれによる、紙幣の一方的通流の形態での、商品への貨幣の転換の促進が生じるのである。そしてこの促進によって現実にインフレーションが生じる。すなわち中央銀行が、その無制限発券力に物を言わせれば、「インフレ期待」とこれに媒介されたインフレーションは、平時においても抽象的可能性としては生じる。ただし正統派経済学がその実物均衡モデルに立って主張するインフレターゲットを実現する形では生じえない。例えば2パーセント+-1パーセント幅に収まるようにインフレをコントロールすることはできない。この世界では、平時の典型としては、一時的な生産・雇用拡大とそれの挫折反転と連結して、つまり産業循環過程と結合するスタグフレーションの発生という形態でインフレーションは具体的に生じると考えられる——この現実から黒田日銀の単純にインフレ心理に火をつける政策の無効論も出てくる——。そしてここにインフレーションのコントロールの不可能性がある。そこでまずこの問題を考えてみよう。

Ⅰ. 黒田日銀の金融政策とアベノミクスが資本の再生産過程の限界突破を媒介する場合

-
- 1 「民主主義社会において、独立した中央銀行が強制通用力のある通貨を無制限に発行できる権限を与えられているのは、中央銀行は財政政策の領域には踏み込まないという理解が共有されていたからである。」日本銀行総裁白川方明「社会、経済、中央銀行——Foreign Policy Associationにおける講演——」日本銀行2012年4月18日。8ページ。

1. 国内の資本の再生産過程ならびに所得流過程に及ぼす作用

従来、インフレーションはその典型形態として、戦争による生産能力の破壊による消費財の不足とマネタイゼーションによる紙幣の過剰発行との連結関係で、ハイパーインフレーションとして取り上げられた。しかし現代資本主義におけるその典型は、生産手段についても消費手段についてもそれらの過剰生産能力（あるいは遊休過剰設備）と失業（潜在的相対的過剰人口）を前提し、これらの結合による社会的生産水準の絶対的増大を目的とする平時の財政・金融政策の発動を媒介にして生じると考えられる。そこでこれらの結合を至上課題とする黒田日銀の金融政策とアベノミクスが最も理想的な形態で共同して目的を実現する場合について、マルクスに立脚して考えてみよう。

異常な長期金利の低下と財政による10年間で200兆円の国土強靱化政策による公共投資に媒介されて、また円安による輸出増大によって、そして株高による富裕層の資産効果にも誘発されて、国内の過剰生産能力がフル稼働に向かい、資本の前貸し——素材的表現での典型は設備投資——が活発化し、失業率が改善し、賃金が上昇し、完全雇用が達成できたとしても、このことは資本がその内在的限度を突破して膨張したことを意味するにすぎない。この帰結は過剰生産であり、これによる生産と流過程の縮小である。「資本家の生産様式における矛盾・・・資本主義的生产がその全ての潜勢力を発揮する時代は、決まって過剰生産の時代となって表れる」（『資本論』第2部、大月版、384-387、新日本出版6、497-500ページ、MEGA. II/11 S. 304-308 参照）。兌換制下の産業循環と異なる点は、この流過程の縮小過程で、クリーピングインフレーションあるいはそのより強い形態としてのスタグフレーションが発症する点である（これについては拙稿「インフレーションの進行過程について——有効需要政策の意義と限界——」後掲参考文献1参照）。この時、インフレーションの程度は、流通必要貨幣量に対して紙幣量がどの程度に過剰になるかに依存し、

これは主として労働者の所得流通における必要貨幣量の膨張収縮がどの程度であるかによって決まると思われる。そしてこの度合いをコントロールすることはできない。商品価格の変動がそこに収束する需給均衡物価水準の持続的上昇は、観念的価値尺度としての $¥ \cdot \$ \cdot € \cdot £$ の価値低下を原因——この原因の原因が $¥ \cdot \$ \cdot € \cdot £$ の度量単位を印刷されている実在的紙幣の減価である——とするのであるが、これは、主として労働者の所得流通過程における流通必要貨幣量の増減変動がもたらす紙幣流通法則の作動程度に依存すると考えられる。そしてこれは流通過程自体の内在的運動としてその外部からコントロールできない。

こうして黒田日銀の金融政策とアベノミクスが共同して理想的な形態で実現された時にこそ、正に、スタグフレーションの新たな危機が生じるのである。

2. それらの貨幣市場の利子率に及ぼす作用

一方に有利な投下先のない過剰貨幣資本が大量に存在（内部留保 270 兆円）し、他方に財政限界（対 GDP 債務比率 200%）を迎えている政府が、依然として新規財源国債発行による貨幣を年間歳入総額の半分にあたる 45 兆円程度（借換債 112 兆円等を含めれば年間要国債発行額は 170 兆円程度）を需要する時、中央銀行が、政策金利が事実上ゼロとなっている場合に、消費者物価上昇率を年間 2 パーセントとし、これを 2 年程度で実現する目標を掲げて、その手段としてイールドカーブの角度を低下させるため本来コントロール不能な長期金利に働きかけるべく、長期国債の保有残高を年間 50 兆円増やすペースで市場からそれを買上げると宣言し、そして金融政策が、貨幣市場の投機的貨幣資本家とのコミュニケーションのツールとして、「インフレ期待」を作り出すべくマネタリーベースの拡大を年間 60~70 兆円程度増やす——この結果、それは 12 年末 138 兆円、13 年末 200 兆円、14 年末 270 兆円となる——と彼らと約束するものとなっ

たら、この時、貨幣市場では何が起きるだろうか？

答えは貨幣市場だけを観察していたのでは出てこない。それは貨幣市場の下部構造である資本の再生産過程と所得流通の過程にある。1で説明したように資本の再生産過程が拡大しそれに応じて所得流通が拡大し、本格的な景気拡大の開始とともに消費者物価が目標近辺に到達し始めた時に、貨幣市場では、中央銀行のマンデートである物価の安定と金融システムの安定とがトレードオフの関係に陥る危機が生じると考えられる。すなわち2パーセントの物価上昇率を維持しこの水準で安定させるためには、中央銀行は金利を上げなければならない。また物価上昇とともにすでに長期金利は上がり始めている。膨大な国債を持つ金融機関は損失を最小化させるために国債の売却に走り始めるであろう。これが長期金利の上昇に拍車をかける。そして政府は膨大な借り換え債の発行のためだけでも低金利を必要とする。物価安定のためには金利を上げなければならない、金融システム安定と政府の財政破たんを避けるべく財政コストを低位に維持するためには金利を下げなければならない。このジレンマに中央銀行は陥る²。このとき中央銀行が物価安定よりも金融システム安定を優先し、国債暴落による貨幣恐慌の起動を阻止すべく国債を貨幣市場から買う選択をした時には、市場はこの行為を明白なマネタイゼーションと判断する可能性が高い。そうなれば、1で指摘した商品への紙幣の転換の促進の抽象的可能性が預金の現金化に媒介されて現実性に転化すると予想できる。流動性預金総額（これは全金融資産のこれへの転換によって増大する）の範囲内で、無制限発券力に支えられて消費財への一方的G-Wの形態での急速な換物運動が生じれば、その時に与えられている消費財在庫の急速な減少とともにその生産能力の弾力性の限界に接近することにより、消費者物価の急速な上昇が生じ、この需給関係に媒介されて紙幣流通法則が作動する——東

2 翁邦雄氏とこの点で同じ見解である。後掲参考文献9参照。

日本大震災において日本国民の行動は世界的に称賛されたのであるが、それでもスーパーの店頭から瞬く間に米・乾電池・インスタントラーメン・水等の生活必需品は消えた——。もしこれが起きれば、スタグフレーションに更に新たなインフレーションを追加³することにより、物価上昇率目標2パーセントを超えて、その数倍から二桁台への上昇を引き起こすことは予想しうる。

黒田日銀の「インフレ期待」の誘発を手段とする金融政策は、アベノミクスと共同する景気昂揚の挫折反転過程でハイレベルのインフレーションと金融危機とを複合的に生じさせうると考えられる。

3. それらの世界市場における各国中央銀行の政策展開に対する作用。

今回の異次元の金融緩和策の直接のねらいは長期金利の低落による円安誘導とそれによる輸出増大にあったとみられる。リーマンショック後、FRBとECBは、直接には貨幣恐慌起動に対する防御行動として、すなわち支払手段需要殺到への対応として、無制限発券力を持つ中央銀行のLLR機能の発動とその延長線上でのMMLR (Market Maker of Last Resort) 機能を発揮した。そしてバランスシート拡大政策を、前者は、米国失業率低下に向けて、後者は欧州債務問題の深刻化から継続強化している。他方、リーマンショックの影響に対して日本の金融システムは過去

3 現行『資本論』の貨幣論と『経済学批判』の貨幣論とにおける紙幣流通法則の説明を比べると、前者では流通必要量の増減変動に媒介されてこの法則が作動するのに対して、後者では1400万ポンドの流通必要量に対して、その15倍の2億1000万ポンドの紙幣が投入されればという単純な説明になっている。前者は産業循環運動に媒介される流通必要量の増減に基づく紙幣流通法則の作動の仕方であり、後者は戦争等の動乱による消費財生産能力の枯渇状態の下でのマネタイゼーションによる紙幣流通法則の作動として位置付けられるとすれば、この場合、『資本論』タイプに『経済学批判』タイプの近似形態が加わるのである。

の危機の経験からも学んで相対的に頑健であり、これを機に日銀はバランスシートをFRBとECBに並行して拡大する必要は全くなかった。これが、白川日銀にとっては皮肉にも、外国為替市場では、円高・ドル安、円高・ユーロ安を招いたと思われる。すなわちこの間、FRBとECBはバランスシート拡大による超金融緩和政策によって事実上の自国（自地域）貨幣単位の切り下げ競争をしていたのである。これへの対応策が今回の日銀の直接のねらいとみられる。日銀のこの対応によって、2013年1月時点でのアメリカの失業率7.9（25歳未満16.8）%、ユーロエリア17カ国11.9（同24.2）%、日本4.2（同7.1）%の状態下、各国中央銀行間の外国為替切り下げ競争は新しいステージに入ったとみられる。これによってその合成の誤謬は一層大きく複雑な様相となろう。

II. 限界突破を媒介しない場合

今度は「量的・質的金融緩和」政策とアベノミクスが、最初の仮定とは逆にその政策意図に反して、資本の再生産過程の限界突破を媒介できなかった場合について考えてみよう。すなわち「いざなみ景気」（第14循環）と同じように、輸出増大とこれに基づく設備投資拡大にもかかわらず、雇用流動化政策の実行による企業内失業の市場への排出や正規雇用の不正規への転換による不安定雇用の拡大によって長期的な賃金下落を伴いつつ、消費者物価上昇率がゼロを若干下回る近辺で安定し——1998年以降2013年現在までのCPIの変動について全体として安定していると見ることは十分可能である——、中央銀行のバランスシートと財政赤字の更なる拡大だけが残った場合にはどうなるか。あるいは円安による輸入商品の価格騰貴にプッシュされた物価上昇と株価・土地バブル——株価上昇は同時に銀行・生保等による国債から株式へ貨幣資本の移動であり、これによって国債価格の下落＝長期金利の上昇と財政不安の高まりが伴うであろう——

とその崩壊だけが、失業率や賃金の目立った改善を伴うことなく生じるケースも十分考えられる。これらの場合には、再生産過程の限界突破なしに、現実資本の内在的制限それ自身による制約下で、二つの公的部門の更に嵩上された不均衡の調整と再生産過程の不況との生きた矛盾が、嵩上された分だけ強められた形で展開するであろう。すなわち慢性的不況とアベノミクスの後始末を含むその打開策をめぐる激しい政治的緊張——分配関係の変化を伴う増税・歳出削減策とこれによる不況の深化とこれがまた財政再建を困難とする矛盾の進行による階級対立の精鋭化——において、一方における財政限界の突破の進行と他方における中央銀行によるマネタイゼーション抑制との厳しいせめぎ合いが進行するであろう。この過程のある時点で、市場が財政限界の突破を中央銀行の無制限発券力だけが支えていると判断するならば、紙幣流通法則の『経済学批判』タイプの近似形態の作動が生じることは十分予想しうる。また資本の海外流出とこれによる円安も予想しうる。

この場合必要なのは資本自体の内在的制限を粉砕するベクトルの世界的政策である。

Ⅲ. 黒田日銀の「V. 金融システムのリスク耐性」(『金融システムレポート』2013年4月、56-76ページ) 分析の批判 ——これから問題となる不均衡の性質について——

最後にこれから問題となる不均衡とその調整について述べて報告を締めくくる。

「レポート」は外生的ショックによる日本の銀行制度への負荷について、金融マクロ計量モデル(FMM)を用いて分析している。すなわち2013年3月期までの銀行決算情報の推計値を起点として、対象期間である2013年度～15年度の銀行収益でこの間に起きうる経験上最大のショック(リー

マンなみ)による損失を銀行がカバーできるかできないか、できない場合、それがどの程度、自己資本の毀損となるかを分析している。結論として、自己資本の減少は軽微であり、銀行はバーゼルⅡ規制をクリアできている。しかし問題は、ショックはリーマンなみでもその性質の違いである。

リーマンショックに対しては、先進諸国は、日本を含めてそれらの中央銀行の無制限流動性供給によるバランスシート拡大と中国を含む各国財政赤字拡大によって、そしてグローバル企業の世界的生産調整による需給縮小均衡によって、世界市場における急性的価値破壊を共同的に防いだ。その必然的帰結として、時間をかけた過剰資本の処理プロセスである世界的慢性不況と、中央銀行のバランスシートの異常な拡大と巨額な財政赤字が先進諸国共通にもたらされた。この状況で日本は、リーマンショック以前から続く失われた20年間に既に過重に積み上げた中央銀行のバランスシートと政府債務状態において、長期不況に苛立つ選挙民の支持の下、円安と「インフレ期待」を引き起こすべく、今後2年でバランスシートを更に約2倍にする金融政策と国土強靱化を目指すとする更なる財政支出政策とを、一か八かの賭けとして、採用した。そこで問題となるのはこれによる加重された不均衡とその不可避的な調整であるのに、これが上記では分析されていないのである。言い換えれば、リーマンショックは民間市場部門の詐欺まがいのサブプライムローンに媒介された不均衡蓄積とその調整であり、そしてその調整策が公的部門としての中央銀行のバランスシートと政府の財政赤字のそれぞれの拡大であった。そしてこのたび問題となるショックは、賭博的な景気対策によって大胆に上積みされる、日銀と日本政府の二つの公的部門の不均衡の調整である。これには中央銀行の出口政策と財政健全化政策とを不可欠とすると同時に、歴史的・理論的に見てインフレーションの進行によって調整される可能性が大きい——これらは今や全て先進諸国共通に抱えている問題である。そこでそれらの程度の違いや、財

政健全化と不況対策とのバランスの置き方の相違や、出口政策のタイミングのずれ等が、国家間の対立と政策調整と結びついて新しい世界的問題として浮上するであろう——。そうである時に、もっぱら「欧州系銀行のカウンターパーティ・リスク」を念頭に置いて「円貨流動性リスクに対する耐性」は、「円貨にかかる市場調達に3カ月間不可能になるというショックを想定しても……全ての銀行において、短期的な資金需要を満たす流動性資産が確保されている（これは人為的に拡大した日銀当座預金と不況で融資先に不足する民間銀行の増大した保有国債そして現金——引用者——）。さらに、3か月以内に金利更改となる預金が10パーセント流出するというより厳しいショックを想定しても、…全ての銀行が必要な調達額を上回る流動資産を保有している」(66-7ページ)から十分備わっていると結論しても、ベクトルが全く逆である。何故ならこのたび問題となるショックは、国家的冒険によってもたらされた公的部門の異常に膨張した不均衡の調整であり、これには長期国債の売却による日銀当座預金の縮小と民間銀行保有国債の政府による返済償却が不可欠であり、また日銀券の流出による流過程でのその減価が問題となりうるからである。また日本の銀行が海外の金融機関にとってのカウンターパーティ・リスクとなりうるからである。つまりマクロ計量モデルによる黒田日銀のマクロストレステストは今後予想しうるショックのリスク分析としては完全に見当違いとみられる。

参考文献

1. 抽稿「インフレーションの進行過程について——有効需要政策の意義と限界——」『立教経済学研究』第43巻第1号、1989年7月。
2. 「現代貨幣論——貨幣数量説・金廃貨論とインフレ・デフレ論——」『経済』No. 73、2001年10月号。
3. 「不換制の貨幣理論としての紙幣流通法則」『信用理論研究』第23号、2005年6月。
4. 「マルクス計算貨幣概念と「ペイメントシステム」の電子化——支払手段に含まれる無媒介的矛盾の不換制下の独自形態」『経済』No. 147、2007年12月号。

5. 「政策金利の成立メカニズムと今回の世界恐慌の変容形態 —— 不換制下の貨幣恐慌の起動と防御の力学的構造と過剰生産 ——」『桜美林エコノミクス』創刊号、2010年3月。
6. 「オーバーナイト金利の成立メカニズム —— 白川方明理論批判 ——」同上、第3号、2012年3月。
7. 「オーバーナイト金利と需要供給 —— 自然利子率説批判・高橋勉氏への反批判 ——」同上、第4号、2013年3月。
8. 翁邦雄『金融政策のフロンティア —— 国際的潮流と非伝統的政策 ——』日本評論社、2013年、1月。
9. 「日銀新総裁の課題 下 量的緩和、出口の展望必要」(経済教室欄)、日本経済新聞 2013年3月26日付。

【予定討論者のコメントと前畑雪彦氏の回答】

1. 松本朗氏のコメントへの回答

①これは歴史的に検証される問題ですが、答えはイエスと思います。貿易収支は既に赤字化しており、欧州の金融危機も和らいでいる客観状況下で直接的には円の切り下げをねらったと見られます。そしてその効果は輸出産業の株高で表れました。新しいステージの具体的内容はこれからはっきりしてくると思います。

②兌換・不換を問わず資本主義それ自体に内在する過剰生産恐慌に帰結する対立要因・矛盾は、資本は一方では「剰余価値を生産しそれが実現する限り」生産するが他方ではこの制限を乗り越えて生産力を従って生産を無制限に発展させる傾向との間の対立・矛盾です。不換制度に独自の要因はこれを基礎に、物価安定と金融システム安定との中央銀行の二つのマンデートが危険な対立に陥ること。中央銀行と政府との間で、マネタイゼーション阻止とそれへの傾斜との対立。財政再建策と慢性的不況の悪循環です。これらの対立は資本の内的制限突破を基礎として再生産過程と貨幣市場とで相互に連動しながら生きた矛盾（潜在的な矛盾の顕現化）として展開すると考えます。

2. 建部正義氏のコメント

①「黒田日銀の金融政策とアベノミクスが共同して理想的な形態で実現された時……スタグフレーションの新たな危機が生ずる」と言われるが、黒田日銀の金融政策の下では2%の物価上昇率を実現できないことが問題であり、この点を批判すべきではないのか。

②「黒田日銀の金融政策とアベノミクスに基づく景気の挫折、反転過程でハイレベルのインフレーションと金融危機が複合的に生じうる」、「2%の物価上昇率を維持しこの水準で安定させるためには、中央銀行は金利を上げなければならない」と言われるが、長期金利の上昇と金融危機発生の可能性は認めるとしても、おそらくそれは金融政策的要因に基づくというよりも、市場的要因（日銀の財政ファイナンス機関化、財政規律の弛緩、外的ショック）に基づくものと思われる。

③「今回の超金融緩和策の直接のねらいは長期金利の低落による円安誘導とそれによる輸出増大にあった」と言われるが、円安は結果であってもそれがねらいではない。円安で景気が回復するほど輸出が増えるか（企業の製品競争力の低下や海外への進出）、また為替切り下げ競争＝近隣窮乏化政策の限界をどう見るか。

④「商品の流通過程に対する紙幣の過剰投入とそれを原因とするその減価」、「実在的紙幣の減価」という場合、インフレーションをどのレベルで説くのが問われる。預金貨幣（通貨）と日銀券の因果関係は前者から後者へであって、後者が独立的に決定されるわけではない。

2. 建部正義氏への回答

①2年を目前に2パーセントの目標値を実現するこの政策が発動されてからまだ2カ月もたっていません。この段階では目標値を実現できる場合とできない場合との二つの可能性があるわけですから、それら二つの場合についてそれぞれ理論的に考察をすることは道理にかなっていると思います。

②ここで市場的要因と指摘されている事柄自体、金融政策的要因に基づくものでしょう。そしてこれら市場的要因は資本の再生産過程（実体経済）の限界突破を基

礎として、あるいは限界突破がない場合もこの過程の慢性的不況を基礎として、それらとの関係で問題になるのだと考えます。

③松本氏の質問と重なり、回答も重なりますが、私が重要と思う点だけ答えますと、近隣窮乏化政策の限界がありながらも、また先進諸国中央銀行とそれら政府が表向き為替切下げ競争をすべきでないと公言しながら、これら中央銀行が共通に「量的緩和政策」を推進することによって、実際は、切り下げの競争関係の罠に落ち込んだという点です。

④不換中央銀行制度を前提した場合、預金が不換日銀券で引き下ろされて初めてそれが流通過程に出てゆきます。だからこれを前提して、その様にして出て行った不換日銀券の総量が、産業循環に伴う流通必要貨幣量の増減運動に規定されて過剰となるという説明を『資本論』の貨幣論での紙幣流通法則の説明に立脚して行ったのです。『経済学批判』タイプのインフレーションも、そこでは流通必要量の増減は過剰発生の要因ではありませんが、この制度を前提する限り、預金を日銀券で引き下ろして初めてそれが流通過程に出てゆきます。なお私は預金通貨の概念は貨幣を全て通貨の規定で把握する新旧古典派の誤謬であり、マルクス理論に立脚して預金の貨幣機能は観念的計算貨幣であると規定しています。

【一般討論での報告者への質問】

（前畑雪彦氏に対する質問と回答）

○北原徹（立教大学）

完全雇用達成、商品への紙幣の転換の促拍が生じた後、どのように過剰生産、スタグフレーションに至るのか？

〈回答〉

完全雇用達成自体が資本の再生産過程の限界突破です。そこで挫折反転による再生産過程の縮小が生じ、これによって、一方における流通必要貨幣量の最大量から

最低量への減少が生じこれによる紙幣過剰と紙幣の商品への転換の促拍によるインフレーションと、他方における失業増大とが同時に生じると考えます。つまりインフレーションと失業増大との並行的発生であるスタグフレーションが生じます。

○清水正昭（千葉商科大学）

①財政・金融政策の介入によって「過剰生産」と「失業」が結合され、「完全雇用」が達成されたにもかかわらず、その後生じる「過剰生産」とは何なのか？それは「スタグフレーション」ではなくて、労働者にとっては最も恵まれた状態に他ならない。またこの時には労働者の枯渇によってもはや生産そのものの拡大が不可能となるので、銀行券が「過剰」に発行されても銀行に還流するだけでインフレも生じないのではないか？

〈回答〉

財政金融政策による過剰生産能力の稼働とこれによる相対的過剰人口の解消つまり完全雇用の達成それ自体が資本の再生産過程の限界突破を意味します。これは資本主義において正に労働者にとっては最も恵まれた状態と言えますが、資本にとっては「剰余価値が生産されそれが実現される限り生産する」というその限界を超えることです。労働者の枯渇は賃金の高騰をもたらし、これによる利潤率の2次的低下——その根底に利潤率の傾向的低下法則の作動がある——による投資需要の急減とこれによる過剰供給（生産）の露呈とこれによる価値破壊をもたらします。この調整作用によって資本は上記の限界の内部に引き戻されます。

これは商品の流通過程における流通必要貨幣量の増減変動の側面においては、その最大量への増加とその最小量への減少です。これによって不換銀行券の過剰とそれの流通過程への吸収であるインフレーションが生じます。

②ゼロ金利政策や量的緩和政策によってもデフレ状態を脱却できないのは、どうしてなのか？

〈回答〉

まず「デフレ状態」ですが、これは不況の継続を意味し、需要不足＝供給過剰の

継続であり、通貨の不足状態ではありません。そのうえで、これが続いたのはこれらの政策は、基本的に「時間を買う」政策として機能し、過剰資本の整理ではなくその温存を図る役割を果たしたからだと思います。不況から離脱するためには、過剰資本の整理と産業循環運動に対する衝撃（Anstoss）が必要です。

○井村喜代子（慶応大学名誉教授）

「黒田日銀の金融政策とアベノミクスが理想的な形態で実現された場合・・・」

A 過剰生産能力が稼働し、失業改善、賃金上昇・・・が進むと（これが可能か疑問だが可能として）、これは資本が「内在的限度を突破して膨張したこと」だとして言えるのか。また帰結は過剰生産だとして言えるのか、さらにまた、ここからインフレ・スタグフレーションが生じると言われるのは全く理解できない。

B について説明して下さい。インフレーション（戦後の様なハイパーインフレを除く）第2次大戦後のインフレーションの内容と原因を明らかにしてください。スタグフレーションの原因を説明して下さい。A での説明と関連して。

〈回答〉

A について。これは清水さんの質問と同じと思います。それでそれへの回答がここでも当てはまると思います。

B について。スタグフレーションについては説明しました。それでインフレーションについて説明します。物価騰貴は様々な要因で生じます。例えば、不作による農産物の価格上昇。これは自然条件の悪化による農業生産力低下による農産物の価値増加を反映したものです。また商品の需給関係での価値からの上方乖離としての価格上昇（これはその性質上反転します）。これらに対して独自の物価騰貴としてのインフレーションは、日本でいえば、実在的貨幣である円紙幣の減価（流通手段規定に属する要因）とこれを起因とする観念的貨幣円の減価（価値尺度規定属する要因）を原因として、商品価値が不変のまま生じる需給均衡物価水準の上昇と規定できます。これは兌換制では生じえず、不換制でのみ紙幣流通法則の作動によって生じます。つまりインフレは物価騰貴一般ではありません。

○紺井博則（國學院大学）

「デフレ」という言葉使いについて。金融学会ではこんな質問はしませんが、信研なのでやはり確認しておきたいです。

①この十数年来の日本の物価下落現象を「デフレ」として表現することは適切でしょうか？

〈回答〉

不適切と考えます。「デフレ」は「インフレ」の反対概念とすれば、それは流通必要金量に対する投入紙幣量の不足による円紙幣の増価とこれを反映した円の増価による、価格低下でなければなりません。この十数年来の金融政策下でこれが起きたとは考えられません。

②「デフレ不況」という表現が世間（研究者も含めて）では何の抵抗もなく使われていますが、3人の先生方は使っておられますか？

〈回答〉

この表現は貨幣不足を原因とする不況のニュアンスがあると思います。現在の不況をそう考えることは貨幣数量説の誤りと考えています。従って使っていません。

○片岡 尹（相愛大学）

①「紙幣減価予想心理」から「促拍」を介して、インフレが生じる（2頁）というときの「促拍」の内容を易しく説明して下さい。日本の場合いつでもインフレが生じることはないので、いずれかの時点でインフレが生じることになる。その時点を決めるのは何か？

〈回答〉

不換制下においても産業循環過程の中位の活況局面が資本の再生産過程の限界突破が開始される局面と考えられる。この局面から過剰生産恐慌に突入する局面が完全雇用に向かう局面であり、この局面での物価上昇はインフレーションではなく、流通紙幣量の増加は貨幣流通法則の単なる反映である。過剰生産の発生によって再生産過程の縮小が生じ、これに伴う流通必要貨幣量の最大量から最低量への縮小に

よって、ここに紙幣過剰の発生とインフレーションによる過剰紙幣の商品の流通過程への吸収過程が開始する。この吸収過程は、紙幣所有者の紙幣減価予想心理に媒介される紙幣の商品への換物運動の姿になると考えられる。

②同じことをお聞きすることになるが、「商品の流通過程に対する紙幣の過剰投入」されるのはいつか？

〈回答〉

再生産過程の縮小によって流通必要貨幣量の最大量が最低量に減少する時である。

③不換制下の銀行券を「紙幣」とするのは違反でしょう。

〈回答〉

兌換銀行券に対して不換銀行券は金支払約束をしていません。これはこのことを条件として紙幣と同じように無制限発券ができます。そしてこれを制度的条件として、上に説明してきたように流通必要貨幣量の増減を契機に紙幣流通法則の作動を引き起こすのです。

○近廣昌志（愛媛大学）

中央銀行による財政ファイナンスがインフレーションを惹起するルートの明確化について。 報告者が現代を銀行券ではなく紙幣の減価として分析されることには違和感を覚えるが、中央銀行が国債引き受け（財政ファイナンス）することによってインフレーションが発生すると説明する根拠は何でしょうか？（今でも散々マネーストックが増大してもインフレーションは起こっていません）。

むしろ今回の説明では、外生的な貨幣供給理論に聞こえてしまうのですが？

〈回答〉

財政ファイナンスによる不換銀行券の流通過程の投入が不況克服策としての公共投資に媒介される場合、このことは一時的に再生産過程の拡張と流通必要貨幣量の増大に見合う不換銀行券の供給増大を意味します。しかしこれは公共投資の終了とともに再生産過程の縮小と流通必要貨幣量の縮小をもたらします。このとき『資本論』タイプの紙幣流通法則が作動すると考えています。

現在では貨幣市場の役割が非常に大きいと思います。民間からの過剰貨幣資本の供給とそれに対する国債発行による政府からの需要。このような微妙な需給バランスがある時、政府の将来の財政余剰による返済可能性の程度について判断を下すのは国際的投機的貨幣資本になると見ています。この場合、公共投資に媒介される紙幣流通法則の作動を契機に、国際的投機貨幣資本は財政ファイナンスの判断を下すのではないかと考えられます。つまり先物の国債の売り浴びせが生じる。そうなった場合、これに対する国際的な対応策が組まれると予想できますが、『経済学批判』タイプの紙幣流通法則の作動が付け加わるとみられるのです。なお外生説対内生説の対立を克服すべき第3の観点に立つべきというのが私の立場です。

○吉田真広（駒沢大学）

「安定インフレ」と通常のインフレの発生、分かれ目はどういう原因で、または状況で分かれるのでしょうか——「安定インフレ」と読んだ部分は必ずそう読めるかどうか分からない。そう読んで答えます——？

〈回答〉

安定インフレが年2パーセント上昇の消費者物価安定目標を指すとすれば、これは、黒田日銀のマネタリーベースの増加目標の達成によって担保されるわけではありません。つまり「中央銀行通貨量」のコントロールでできるわけではありません。2パーセントを安定的に維持できるかどうかは別として、通常では、簡単に言えば景気の過熱と冷めすぎを、物価を含め様々な景気指標を観察しつつ、金利の上げ下げで資本の前貸し（典型は設備投資）に対してアクセルを踏んだりブレーキをかけたりする以外に中央銀行としてはやり様がありません。ただし現状はこれまでの金融政策の結果、過剰資本の整理が不十分なことと、政策金利が事実上ゼロで貨幣市場からただで必要なだけいくらでも貨幣資本を調達できるこの市場の共産主義が生じています。しかし再生産過程ではその投下先が過剰資本の温存のため不足しているのです。

通常のインフレは紙幣流通法則の作動で生じると考えています。

○足立一夫（元三菱 UFJ 信託銀行）

①兌換制の場合、兌換によって（兌換銀行券と）金との同一性が担保されているので（それは法的のみならず兌換行為によって常に確認されているので）、同一性の不安は生じないのではないのでしょうか〔字数の関係で前の部分を省略させていただきます〕。

〈回答〉

この場合、金貨幣と兌換銀行券を比べる必要があります。金貨幣はそれ自体が金ですので、絶対的にどこでも貨幣として通用します。しかし兌換銀行券は金支払い約束を記した紙券です。ここからこの紙券はその約束が守られるかどうかの不安の可能性を持ちます。もとよりこれは可能性ですので常に可能性が現実性に転化するわけではありません。金貨幣はこの可能性を一切持ちません。

②デフレとは何なのか、現在は前畑のいう意味でのデフレか〔こども短縮させていただきます〕？

〈回答〉

これは紺井さんのところで答えました。

③黒田日銀の政策は為替切り下げを狙ったものか？各国中銀首脳とこの政策の了解を取っているのではないか〔こども短縮しました〕。

〈回答〉

これは建部氏の質問への回答をお読みください。

④スタグフレーションの定義をお示しください〔こども短縮しました〕。

〈回答〉

これは北原さんの質問への回答をお読みください。

世界経済危機下の日米欧の 「大胆な金融緩和」

相沢 幸悦
(埼玉学園大学)

はじめに

欧米諸国の中央銀行は、金融緩和によって現下の危機を抑えようとしている。2000年代初頭に欧米諸国の資産バブルが崩壊し、金融危機が勃発すると大規模な財政出動が行なわれた。財政危機に陥ると、中央銀行が「大胆な金融緩和」と資金供給を行なっている。

12年12月の総選挙で復帰した安倍政権は、デフレ脱却と景気の回復を実現しないと13年7月の参院選で惨敗する。そのため、手っ取り早く、日銀を「悪者」にした。長期のデフレは日銀のせいだと凄まじい圧力をかけて、円安誘導と物価上昇率2%の実現を迫った。成長戦略などあろうはずもないので、膨大な公共投資で景気高揚を図っている。

本報告は、世界経済危機が、財政危機から「中央銀行危機」の段階に到達したことを明らかにする。その際、資本主義の成長が停止し、金融肥大化によってしか資本主義を維持できなくなっていることを見た上で、主に①中央銀行の新たな機能として議論されるようになってきている「中央銀行のMMLR（最後のマーケット・メーカー）機能」、②インフレ（物価）目標の類型として、狭義のインフレ目標とフレキシブル・インフレ目標の峻別の必要性、③黒田日銀総裁による「異次元緩和」についての評価など

を取り上げる。

1 成長の停止と金融肥大化

国家の経済への「非」介入

1970年代初頭にケインズ政策に代わって登場したのが、政府の経済への介入を徹底的に排除し、民営化、規制緩和・撤廃などによって、資本により多くの利潤獲得機会を与える新自由主義的経済政策であった。資本の利潤追求にとって、労働者はコストなので、労賃と労働条件を徹底的に切り下げる。労働コストを下げられる「優秀」な経営者には、報酬を増し税金を取るなど主張した。

新自由主義は、1980年代にまともな製造業を持たない英米で進められた。それは、新自由主義というのは、国際競争力のある製造業を有する日独には馴染まないからである。いつ儲けが出るか分からない研究開発費など配当に回せ、コスト削減のために労働者を減らせなどということでは、世界に通用する財（商品）を生産し供給できないからである。

こうして米英は、ケインズ政策（国家の経済への介入）から新自由主義（国家の経済への「非」介入）に大転換した。ところが、逆説的ではあるが、新自由主義こそ徹底的に経済に介入する経済政策である。すなわち、「非」介入という究極の介入なのである。

健全な経済・金融システムを維持するために、様々な経済・金融規制が行われてきたが、それが金儲けに邪魔だとして撤廃させる。もし、利潤追求に馴染まない分野を民間に委ねれば、住民サービスが著しく低下する。資本は、そんなことはお構いなしである。

資本は利潤を拡大するために、国家にありとあらゆる規制緩和・撤廃を迫る。税金をなるべく払わないように法人税率を下げると要求する。「努力して報われた成功者」から税金を取るな。取るなら「努力もせず、

報われぬ」労働者からむしり取れとなる。究極の経済への介入であろう。

経済成長の停止

1971年のニクソン・ショック以降、金の裏付けがなくなったといえ、冷戦下だったので、資本主義陣営は、米ドルを受け取ってアメリカを支え続けてきた。おかげで、アメリカは、なんの憂いもなく最先端の軍事・ハイテク技術開発に専念することができた。

ところが、アメリカがたんなる「紙」(米ドル)で財を世界から買える政治的根拠であった肝心の冷戦が、91年にソ連邦が崩壊して終結した。アメリカは、経済成長には寄与しない軍事技術開発を進めてきたが、それが可能だったのは、日独などがアメリカに消費財を提供してきたからである。資本主義陣営の敵がいなくなるとアメリカを支える必要がない。

とすれば、アメリカは軍事技術開発ではなく、国際競争力のある製造業を作り上げなければならない。そのためには、利益をほとんど株主に配当するのではなく、研究開発費やある程度は労賃引き上げ・労働条件の向上に充てなければならない。安定的な経済成長にさほど効果がない軍事産業などは、必要最小限にまで縮小しなければならない。

ところが、1929年世界恐慌以降、地道なモノ作りを放棄してきたアメリカにとって、かかる道を選択できようはずもなかったし、その気もさらさらなかった。残された道は、金融を肥大化させて資産バブルをもたらし、それによって個人消費を喚起しようという戦略であった。

その前例が一足先にバブル経済を経験した日本であった。帰結は経済・金融危機である。

ヨーロッパは、ユーロ導入が資産バブル形成の大きな要因の一つとなった。

2 世界経済危機と中央銀行の MMLR

世界的な金融危機の勃発

欧米の資産バブルは、リーマン・ショックで崩壊した。そうすると百年に一度といわれる金融・経済危機に見舞われた。世界の金融機関に推計 500 兆円もの損失が発生した。

ただちに米中銀 FRB（連邦準備制度理事会）は、資金不足の銀行に大量の資金供給を行なうことを表明した。FRB の表明のおかげで、金融機関が銀行間市場で資金を取れずに経営破綻したケースはない。

アメリカの資産バブル崩壊は、証券化商品価格の暴落と CDS の損失補填請求をもたらした。ここで、銀行や投資銀行だけでなく CDS の損失補填請求を受ける保険会社に、膨大な損失が発生した。ほっとけば銀行と投資銀行と保険会社の多くが倒産の憂き目にあう。

29 年世界恐慌の再来を防ぐため、米 FRB は膨大な資金供給を行なった。CDS を売却したことで膨大な損失を被った米保険会社 AIG に 10 兆円あまりの資金を供給して救済した。

政府も金融システムの救済のために 7000 億ドルあまり財政資金を投入した。金融機関が損失を償却すると、引当金を積みなければならない。その引当金の原資は、内部留保（利益）なので、自己資本比率が低下してしまう。そこで金融機関に資本注入を行なったのである。

FRB と政府による大規模な資金供給によって、アメリカでの金融危機は短期間に終息した。そのため、09 年初頭には、かなりの金融機関の収益が改善した。だが、金融肥大化による経済成長ができなくなったので、景気後退を食い止めるためには、連続的に膨大な財政出動を行なう必要があった。おかげで、4 年連続で財政赤字が 1 兆ドルを超えた。

ヨーロッパの金融危機

金融危機に対処するために、ヨーロッパ諸国は、金融機関に大規模な資金投入し、財政赤字が膨れ上がった。09年10月には、ギリシャで財政赤字のデータ捏造が発覚し、10年5月には、ついにギリシャ危機が勃発した。ここから、欧州債務危機が始まった。

ギリシャは、ユーロ導入で国債金利が低下したことにより、膨大な国債発行を行なって資金を調達し、景気の高揚に振り向けた。逆にいえば、リスクを無視して、膨大な国債投資を行なった英独仏の銀行に「貸し手責任」が問われなければならないということでもある。

したがって、EUとIMFによるギリシャへの金融支援で、国債投資家に対して7割あまりの債務の削減が強制された。それでも、ギリシャを「無秩序なデフォルト」に至らしめることはできなかった。英独仏の銀行を救済しなければならなかったからである。

スペインの財政危機は、銀行救済のために膨大な財政資金が投入されたことによるものであった。日本と同じ銀行融資による不動産バブルだったからである。失業率が25%を超える深刻な経済危機の中で、銀行経営がさらに悪化し、「銀行恐慌」の勃発寸前に至った。

欧米の「大胆な金融緩和」

米FRBは12年9月に、MBS（住宅ローン担保証券）の事実上の無期限の購入を決めた。12月には失業率6.5%までは事実上のゼロ金利を継続することを決定した。

欧州中銀（ECB）も12年9月にESM（欧州安定メカニズム）に金融支援を要請した国の期間1～3年の国債を無制限に購入することを決定した。ESMに金融支援を要請すると厳しい財政赤字の削減を迫られる。そうすると景気が失速するので、国債が売れなくなって、長期金利が市場で資金の調達ができなくなる7%を超えてしまう。

ECBが無制限の国債購入を決定したので、とりあえず南欧諸国の国債金利は低下した。

こうして、欧米の中央銀行は、一見、「大胆な金融緩和」政策に舵を切ったように見える。ただ、FRBが無期限でMBS購入といっても、無制限ではない。失業率は15年には6%台に下がる見通しだったので、そこまでは以前からゼロ金利を続けるといっていた。

ESMに金融支援要請すれば財政再建が迫られ、いずれ国債金利は低下するはずである。

こうして欧州債務危機を契機に中央銀行のLLR（Lender of Last Resort—最後の貸し手機能）の役割が拡張され、MMLR（Market Maker of Last Resort—最後のマーケット・メーカー）と呼ばれる機能が重視されるようになった。

中央銀行の「最後の貸し手機能（LLR）」というのは、銀行を対象にするものであるが、欧州債務危機などを契機に「最後のマーケット・メーカー機能（MMLR）」が付け加わるようになったという議論が注目されている。

MMLR概念は、Willem Buiter and Anne Sibert Buiter, “Subprime Crisis: what Central Banker Should Do and why The Central Bank as the Market Maker of Last Resort,” 13 August 2007、という論文で最初に提起されたといわれている（翁邦雄「金融政策のフロンティア—国際的潮流と非伝統的政策」日本評論社、2013年、参照）。

この論文は、2007年8月に発生したパリバ・ショックの直後に発表されたが、ヨーロッパの債務危機に際して、中央銀行が前面に出ていかなければならないということを提起したものであるといえよう。

中央銀行のMMLR

Willem Buiter and Anne Sibert Buiterによれば、中央銀行のMMLR機能が新たに付け加わるようになったのは、次のような理由によるもので

ある。

①銀行が主要な信用供与の担い手であった時代には、中央銀行による金融システム安定の機能は、LLR（最後の貸し手機能—金融危機時に優良担保を取って、懲罰的な金利で無制限に貸出をおこなうというバジョット・ルール）に集約することができた。というのは、LLR 機能をはたす相手は商業銀行だけだったからである。

クレジット・クラッシュや流動性の危機に陥ると銀行は借り入れができなくなる。こうした状況では、銀行をターゲットにした LLR が金融システムを安定させるには有効な手段であった。

②ところが今日では、証券化などの手法で金融市場を通じて事実上の「信用供与」が行なわれているので、クレジット・クラッシュや流動性の危機は、金融市場の不安定化としてあらわれる。

フランク・ナイトのいう「真の不確実性（予測のできないリスク）」が広まると、サブプライム・ローンを裏付けにした CDO（債務担保証券）などの一定の金融商品の取引が停止する。

それは、これらの金融商品の売買価格についての知識と信用力を有するマーケット・メーカーが存在しなかったからである。この問題を解決するためには、中央銀行が「最後のマーケット・メーカー」となればよいのである。

③MMLR 機能は、一つは、広範な民間部門の証券を売買すること、もう一つは、これらの証券をレポ取引（買い戻し・売り戻し条件付き証券売買）や中央銀行貸出の担保として受け入れるということである。

このような理由で MMLR が中央銀行の新たな機能として付け加わったというのであるが、問題点は、中央銀行が金融市場の安定性を確保するために、リスク資産を大量に買い取るところにある。すなわち、LLR であれば、懲罰的な金利で無制限に貸出（現代では懲罰的な金利はとらない）を行なうにあたって、優良担保をとるので、中央銀行に巨額の損失が発生する

可能性はあまりないが、MMLR は、中央銀行がリスク資産を大量に買い取ることになるので、市場が崩落などをきたすと中央銀行が膨大な損失を抱えてしまう。

その結果、発行した通貨の信認が失われてしまう。その帰結はインフレの高進である。

3 フレキシブル・インフレ目標

狭義のインフレ目標の限界

インフレ目標を採用している国はいくつかある。たとえば、英イングランド銀行の場合、消費者物価上昇率前年比2%を目標（ターゲット）とし、この目標を1~3%の範囲を超えると、財務大臣に原因と対応策について公開書簡を提出する義務が課せられている。

しかし、インフレ目標には二種類ある。以下、そのことをみとめることにしよう。

米ハーバード大学ケネディスクールのジェフリー・フランケル（Jeffrey Frankel）教授の2012年5月16日付のエッセイは、「インフレ目標政策の死」という衝撃的なものである（Frankel J. “The Death of Inflation Targeting,” May 16 2012 (<http://www.project-syndicate.org/commentary/the-death-of-inflation-targeting>））。

その結論は、インフレ（物価）目標は、リーマン・ショックが発生した2008年9月に死の宣告を受けたというものである（翁邦雄、同上書、参照）。

インフレ（物価）目標は、1990年3月にニュージーランドで誕生したが、それが成功すると、カナダやイギリス、オーストラリア、スウェーデン、イスラエルのほか、ラテンアメリカや発展途上国にも広がっていった。

それは、その透明性と説明のしやすさからであった。中央銀行は、イン

フレ目標とその結果について説明すればいいので、国民の理解を得やすい。インフレ目標が2%なのに、結果が4%であれば、インフレを抑えることができなかったということで、じつに明快である。この場合のインフレ率というのは、消費者物価上昇率のことである。

フランケル教授のいうとおり、インフレ目標は、リーマン・ショックが発生した2008年9月に最大の敗北を喫した。インフレ目標に全幅の信頼をおいていた中央銀行が、資産バブルに十分な注意を払わなかったことがはっきりしたからである。

ジェフリー・フランケル教授のいうインフレ（物価）目標政策というのは、短期間で消費者物価目標の達成だけをめざすというものであろう。これが狭義のインフレ目標政策といわれるものである（『週刊ダイヤモンド』2013年2月2日号）。

フレキシブル・インフレ目標政策

消費者物価を目標にすると、たとえ資産バブルが発生しても、消費者物価が目標内におさまっていれば、資産バブルの抑制のために、金融引き締めを行なうことができない。経済・金融システムが危機的な状況にあってもできない。

欧米の住宅バブル期には、消費者物価が安定していた。そうした中では、住宅価格と資産価格が上昇しても、金利の引き上げや金融引き締めを行なうことの正当性を説明するのはかなりむずかしい。ニュージーランドの中央銀行総裁は、すでに、そのことを指摘していたという。

この指摘は、アメリカの資産バブルの生成と崩壊にあてはまるかもしれない。

アメリカの中央銀行であるFRBのバーナンキ前議長は、資産バブルが崩壊したら、それこそ「大胆な金融緩和」をおこなえばバブル崩壊不況に対応できるので、資産バブルが発生しても、金融引き締めを行なう必要が

ないと考えていたようである。

ヨーロッパの EMS（欧州通貨制度）の危機のようなことが想定されれば、インフレ撲滅のために簡単には金融引き締めをしてはならない。

したがって、現在では、この狭義のインフレ目標を採用する先進国は存在しない。イギリスやカナダなども、目標（ターゲット）という言葉を使っているが、実際には、消費者物価だけをターゲットにした狭義のインフレ目標を設定した金融政策を遂行していない。

イングランド銀行は、2007年4月以降、ちよくちよく物価目標からはずれて消費者物価が上昇しているので、何度も釈明の公開書簡を財務大臣に提出している。物価目標からはずれたら、そうしなければならないことになっているからである。ただ、それだけのことである。

イングランド銀行は、消費者物価の上昇にはあまり頓着していないようである。世界経済・金融危機下でイングランド銀行は、物価が高騰しても、景気の減速に対応するために、マーケットに大量の資金を供給せざるをえないからである。もし、消費者物価が目標を超えたからと、金融の引き締めなど行なったら、それこそ「恐慌」が勃発してしまう。

このように、イギリス、カナダ、オーストラリア、ニュージーランド、スウェーデンなどの中央銀行は、インフレ目標政策の導入を認めているが、実際には、消費者物価にかぎらず、さまざまな経済指標を考慮して、柔軟な政策判断を行なっている。これが、フレキシブル・インフレ目標政策といわれるものである。

したがって、アメリカ、ユーロ圏、スイス、そしてついこの間までの日本などは、狭義のインフレ目標政策を導入していることは認めずに、ターゲットという言葉は使っていないのである。フレキシブル・インフレ目標政策が世界の金融政策の主流だからである。

ジェフリー・フランケル教授のいうように、欧米の金融バブル期に、資産価格が上昇していたにもかかわらず、中央銀行は、消費者物価目標の達

成だけをめざして、金融引き締めを行なうことはなかった。日本のバブル期もしかり。だから、狭義のインフレ目標は、08年9月に、歴史の舞台から引きずりおろされたということになるのであろう。

したがって、現在、「インフレ目標」といわれる場合、正確には物価目標ではなく、実物・資産インフレおよび経済・金融目標を意味する。

物価目標を拒みつづけた日銀

日銀が狭義のインフレ目標を拒み続けたのは、80年代後半の不動産バブルを防げなかったという苦い経験があるからだろう。狭義のインフレ目標を導入していないのに、80年代末の不動産バブルを抑えるべく、金融の引き締めを行なうことはなかった。

もちろん、金融引き締めに転換すると円高が進み、経済に悪影響を与えるからであったが。

金融緩和政策を続けたのは、不動産バブル期に消費者物価がゼロ近辺で安定していたからである。当時は、中央銀行が資産インフレにも注意を払って、金融政策を行なうべきだという認識はほとんどなかった。資産インフレは、1920年代のアメリカ以来、先進国では発生しなかったし、その帰結がいかに深刻なものかも誰一人として想定できなかった。

だが、バブル崩壊長期不況に陥ると、その戦犯は日銀とされた。それまでの最低の公定歩合2.25%を、米独が引き上げてもその後も続けたと批判された。円高対応だったのに。

バブル潰しに取り掛かったら、バブルを潰しすぎて地価が暴落し、銀行が推計100兆円の損失を抱えた。景気低迷への対処と銀行の不良債権処理に財政資金が投入された。ついにデフレに陥った。

ここで、日銀が狭義のインフレ目標を導入すれば、政府からありとあらゆる金融政策の遂行を迫られる。ETFやREITなどを大量に購入すれば資産価格は高騰する。だが消費者物価が2%に達しなければ、引き締めな

と許されない。不動産バブルの悪夢の再現となってしまう。

物価目標の導入

日銀は、2013年1月22日に開催した金融政策決定会合で、ついに2%の物価目標（インフレ・ターゲット）の導入と、日銀と政府との共同声明を発表することを決定した。

黒田新日銀総裁は、4月3・4日に開催した金融政策決定会合で次のような「大胆な金融緩和」を決定した。

①物価目標2%を、2年程度を念頭にできるだけ早期に実現する。

②政策目標を従来の無担保コール翌日物金利からマネタリーベースに切り替え、2012年末の138兆円から13年末200兆円、14年末270兆円と2年で2倍にする。

③長期国債の保有残高を年間50兆円ずつ積み増していく。期間40年債まであらゆる償還期間の国債を購入し、国債の平均残存期間を3年弱から7年程度まで伸ばす。

④ETFの買い入れを年間1兆円、REITの買い入れを年間300億円増加する。

その結果、4日の長期金利は0.425%と、2003年6月の0.430%を下回り、約9年10カ月ぶりに過去最低を更新した。しかしながら、長期金利は一時1%を超えるなど、かえって上昇した。株価も乱高下した。

むすびにかえて

90年代初頭に資産バブルが崩壊した日本では、不況とデフレに見舞われている。安倍政権は、日銀に政治的圧力を加えてデフレ脱却・円安誘導で輸出大企業に儲けさせている。

日銀に物価上昇率2%の実現を迫っている。黒田日銀新総裁は、「やれ

ることは何でもやる」、「あらゆることをやる」と述べている。日銀は、いまや安倍政権の「支店」になり下がっている。岩田新副総裁などの「リフレ派」は、壮大なる「実験」を行っている。

一方で、円安で生活必需品価格が上昇し、労働者・庶民を苦しめている。膨大な内部留保を抱える資本は、賃上げや労働条件改善に背を向ける。ますます個人消費が減退し景気が後退するので、政府はさらに日銀に圧力を強めて、「大胆な金融緩和」を行なわせて、株価・地価を引き揚げさせる。その結果、資産バブルが起こる。景気が良くならなければ、日銀に建設国債を引き受けさせて日本全土を掘り返すことになる。

日銀に新たな資金を大量に出させると、5%や10%あるいはそれ以上のインフレとなる。日銀が長期金利を低く維持できれば、労働者・庶民の預貯金が国家に収奪される。収奪された分で1000兆円の政府債務が穴埋めできる。庶民への究極の「増税」である。

今こそ、地球環境保全型経済・産業構造の構築、大幅賃上げと労働条件向上と福祉充実、資本と富裕層への増税と財政の無駄の徹底的な排除による財政再建などが不可欠である。

【予定討論者の報告者へのコメントと回答】

1. 松本 朗氏のコメントと回答

2. 建部正義氏のコメントと回答

①「世界経済危機が、財政危機から『中央銀行危機』の段階に到達した」と言われるが、討論者が言う「21世紀型世界経済危機」（拙著『21世紀型世界経済危機と金融政策』を参照）をどう捉えるか。

②「逆説的ではあるが、新自由主義こそ徹底的に経済に介入する経済政策である」と言われるが、討論者が言う「新自由主義型国家独占資本主義」（同上）という規

定をどう考えるか。

③そもそもデフレの原因をどこに求めるのか。

④「日銀に新たな資金を大量に出させると、5%や10%あるいはそれ以上のインフレとなる」と言うが、日銀批判の視点として、2%の物価上昇目標が実現されない中で、金融政策および財政政策の限界と副作用が出始めている点を重視するのか、あるいはインフレの発現を前提として、その副作用を重視するのか。

質問—インフレとデフレの違いは何か。

回答—インフレは、中央銀行が大量のマネー供給を行なった結果として消費者物価が上昇することである。流通に必要なとされているマネー量を大規模に上回り、マネーの価値が低下するからである。したがって、厳密には、景気の過熱や公共料金の引き上げなどによる消費者物価上昇とは区別される。

中央銀行が政府の発行する国債などを大量に直接引き受けるとか、銀行などによって購入された大量の国債を日銀が購入して保有し続ける場合にもインフレが発生する。前者の場合、中央銀行から新たなマネーが直接マーケットに投入されるからであり、後者の場合も銀行がとりあえず国債購入資金を立て替えるだけであって、その立て替え資金を中央銀行が新たに供給することになるからである。

中央銀行が価格変動金融商品を大量に買い取って、その金融商品価格が暴落すると、膨大な損失が発生し、通貨（中央銀行券）の信認が著しく低下してもインフレが発生する。

デフレも流通に必要なマネー量を供給しなければ発生する。しかし、日本のデフレは、日銀がマネー供給を減らしたことで発生しているのではない。あくまでも現代の「恐慌」の発現形態とみななければならないであろう。

質問—実物インフレと資産インフレの違いは何か。

回答—実物インフレは、中央銀行の大量のマネー供給によって財・サービス価格が暴騰する事態である。しかしながら、中央銀行による国債の直接引き受けやマー

ケットから国債を大量に購入しないかぎり発生することはない。

たとえば、中央銀行がマネタリーベースを大規模に増やしたとしても、銀行が企業への貸し出しなどを増やさないかぎり、景気がよくなることはないし、消費者物価が上昇することもない。マネタリーベースを大規模に増やせば、インフレ期待が高まり、個人消費や企業の設備投資が促進され、景気が高揚するということも実証されていない。

したがって、中央銀行が自律的にインフレ率を高めることはむずかしい。しかしながら、資産インフレを起こすことは比較的容易である。

日本の不動産バブルは、銀行が信用創造機能の発揮や貨幣の流通速度を引き上げることによって地価が暴騰するという形で発生した。それを促進したのが日銀の超低金利政策であった。

中央銀行が株式（指数連動投資信託）や国債、リート（不動産投資信託）や住宅ローン担保証券などの証券化商品を大量に購入すれば、株価や地価などの資産価格が暴騰し、資産インフレ（バブル）が発生する。

資産バブルが崩壊すると中央銀行に膨大な損失が発生し、発行する通貨（中央銀行券）の価値が暴落し、実物インフレに波及していくことになる。

質問—中央銀行の出口戦略は可能か。

回答—世界経済危機に見舞われると、世界各国が景気の落ち込みを抑えるために大規模な財政出動を行なった結果、軒並み財政危機に陥ってしまった。財政出動ができなくなると、まさに世界恐慌が勃発する。そこで、中央銀行が恐慌対策として全面出動することになった。これが、現代資本主義の最大の特徴である。

米中銀は、国債の買い支えによる長期金利の引き下げと株価の引き上げ、MBS（住宅ローン担保証券）の購入による住宅ローン金利の引き下げによる住宅市場のテコ入れを行なっている。中銀が景気の下支えをしているのである。

欧州中銀は、ギリシャやスペインやイタリアなど重債務国の国債を買い支えることで金融市場の大混乱を回避しようとしている。これはまた、ユーロを守るための

ものでもある。

日銀は、とんでもない金融緩和を行なって、長期金利の引き下げ、円安による株価の引き上げを目論んでいるが、マーケットから激しいしっぺ返しを受けている。

こうした中で、もしも米中銀が出口戦略を本格的に実行に移したら、アメリカの株価が下落するし、ドル高が進み、景気が著しく低迷するので、事実上、不可能であろう。

欧州中銀が重債務国の国債の購入やマーケットへのマネー供給を絞る出口戦略をとることは不可能である。ユーロ崩壊ばかりか、世界恐慌を招来してしまうからである。

日銀は、とんでもない金融緩和を行なったばかりなので、当分は、出口戦略などとれるはずもない。もしも、アメリカが本格的に出口戦略をとったら、日本の株価が下落するばかりか、円安がさらに進む。そうすると輸入物価がさらに上昇し、インフレ下での景気低迷というスタグフレーションに襲われる可能性が高い。

円高・デフレ・日本銀行の為替介入

代田 純
(駒澤大学)

1 はじめに

本報告は、円高とデフレの検討をふまえ、日本銀行による、外国為替市場への介入が、金融政策として有する意義を検討するものである。本報告に関わる先行研究は、参考文献リストを参照されたい。

2 円高の背景

為替レートの決定理論として、代表的な説は購買力平価説である。相対的購買力平価説の観点から、公益財団法人 国際通貨研究所が作成したデータに基づいて、購買力平価を確認する。ドル円の購買力平価では、1999年に1ドル=180円87銭であったが、実勢レート（月中平均）は102円62銭であり、実勢レートは購買力平価より大幅に円高ドル安となっていた。

次に、ユーロ円について見ると、購買力平価では1999年に128円22銭であり、2012年9月にかけてなだらかに低下し、94円41銭となっている。他方、ユーロ円の実勢レートは、1999年には103円72銭と円高になっていたが、2002年以降この関係が逆転し、2007年には163円55銭まで円安となり、2012年9月には100円49銭と購買力平価に近づいている。2007年を中心に、ユーロ高・円安となったことになる。

ここでは、2007年を中心に、ユーロ高・円安が進んだ背景を検討する。対EUに限らず、日本の国際収支における資本収支は、2003年には7兆7,341億円の黒字（流入超）であったが、2007年には22兆5,383億円の赤字（流出超）へ変化した。こうした資本収支の変化を規定した要因は、直接投資や証券投資ではなく、「その他投資収支」である。この「その他投資収支」の実態は、外国銀行本支店勘定などの形態で、日本から資金が海外に流出し、海外で運用されていたものと見られる。いわゆる円キャリートレードである。2006年を中心として、日本においてゼロ金利で調達された資金は、外国銀行の本支店勘定等で欧米の親銀行へ貸付けられ、円売り・ユーロ買いによって、ユーロ高・円安要因となった。しかし、2007年以降、パリバショックやリーマンショックなどで、欧米で運用されていた資金は一挙に円回帰することとなった。このため、ユーロ高・円安は反転し、ユーロ安・円高に転換した。さらに2010年にギリシャ財政の粉飾が契機となって、ユーロが不安定化した。ユーロ危機でユーロ圏の国債が売られ、海外投資家によって日本国債が買われ、円への資金流入が加速し、円高が進んだ。したがって、2007年以降2012年までの円高は、円キャリートレードなどからの逆流、さらにはユーロ危機でのユーロ圏国債売りと日本国債買いが重要な要因と考えられる。

3 デフレの背景

2013年1月に、2012年の消費者物価上昇率（除く生鮮食品）が発表されたが、4年連続の低下となった。2009年が-1.3%、2010年が-1%、2011年が-0.3%、2012年が-0.1%である。

EUの統計局であるユーロシュタットのデータで、日米欧のインフレ率を見ると、ドイツや米国では、2000年以降、概ね2~4%となっている。しかし日本のインフレ率はゼロまたはマイナス（消費者物価上昇率、生鮮

食品、エネルギー価格を含む)で推移している。日本のインフレ率は国際比較しても、やはり低い。

2012年の場合、消費者物価上昇率を品目別に見ると、マイナスの主たる要因は、家電やパソコンの値下がりであり、テレビは-4%、電気冷蔵庫は-29%、ノート型パソコンは-16%であった。これらの品目では、近年、中国、韓国、台湾などのメーカーが近年、著しく台頭している。

日本のデフレ要因として、しばしば指摘される要因は、少子高齢化、IT化、新興国の供給増加等である。報告者はこうした見解に異論はないが、以下で見るように、日本の物価低下が家電製品やパソコンを中心とすることから、新興国の供給増加を最も重視している。

現在の日本の物価を下落させている品目としては、テレビ、パソコン、カメラ、冷蔵庫などであり、これらの価格動向が日本のデフレを規定する一因となっている。家電製品の価格低下をもたらす最大要因は、中国、韓国、台湾といったアジアメーカーからの安値攻勢であろう。デフレ対応として、金融政策による効果は限定的と見られる。

本来、日本の物価の絶対的水準が高いこと、そのため新興国からの供給増加によって、物価の下落が発生しやすいことが指摘される。ユーロシュタットのデータでは、2000年にEU平均の最終消費価格水準を100とした場合、日本の物価水準は198.7であった。米国は121.1、ドイツは106.6であった。このため、日本の物価水準は、2007年に101.7(EU平均=100)となるまで、急低下した。日本の物価の絶対水準が高かったため、内外価格差の調整が、先進国の中でも、最も鋭角的に発生していると見られる。

4 日本銀行の為替介入

デフレが進行すると、相対的購買力平価(インフレ率格差)から見ても、

円の為替レートは上昇しやすくなる。また円高は輸入品価格の低下をもたらすので、円高がデフレを促す。結局、デフレと円高はスパイラル状態で加速する。急速な円高は、輸出に依存する国内製造業に深刻な影響を及ぼすとされる。このため、過去において、日本銀行は財務省の代理人として、外国為替市場に介入を行ってきた。周知のように、我が国では、外国為替市場への介入の主体は財務省であり、日銀は代理人として介入するに過ぎない。この基本的仕組みは、国際的に見ると、かなり特異である。2006年以降、先進国ではほとんど為替介入を実施する国はなく、例外は日本とスイスである。為替介入に関し、日本の対応は国際的にも特異であり、批判も受けている。中央銀行の独立性（政府からの独立性）といった観点からも、大きな問題がある。財務省は為替平衡操作を公表している（1991年以前については非公表。1991年以前は、『財政金融統計月報』から推計）。

過去の介入を振り返ると、四半期ベースとして、最大の介入は2004年第1四半期における14兆8315億円である（谷垣禎一財務相、溝口善兵衛財務官、福井俊彦日銀総裁）。この時期は2002年から2005年にかけて円高が進み、1ドル=105~112円、116~118円の水準で、2004年1月から3月にかけて連日のように介入が実施された。この時期は1日あたりの介入が数千億円規模で実施され、1日あたりの介入額最高は、2004年1月30日の3兆238億円であった。

その後、2004年後半から2010年前半まで、全く介入が実施されなかった。実施されなかった背景として、国会などで日銀の為替介入への批判が高まったことが推定される。介入の効果が小さい、外国為替資金特別会計による米国債の保有が増加し米国財政のファイナンスを支えている、外国為替資金特別会計が財政民主主義の観点から問題である、等々の批判がなされた。特別会計全体に共通するが、一般会計と異なり、特別会計では予算が国会に提出されて審議・議決されるわけではない。また介入原資としての外国為替資金証券（国庫短期証券）の発行上限については、国会で承

認が必要だが、介入に伴い引き上げられてきた。外国為替資金証券の発行限度額は2004年度には140兆円であったが、2012年度には195兆円まで引き上げられてきた。

2010年9月15日、2兆2,149億円の円売り・ドル買い介入が実施された(野田佳彦財務相、玉木林太郎財務官、白川方明日銀総裁)。2011年10月31日、8兆722円(9月2日に野田内閣発足、安住淳財務相、他同じ、1日あたりの介入額としては過去最高)、11月1日、2,826億円、2日2,279億円、3日2,028億円、4日3,062億円の円買い・ドル売り介入が実施された。このため、2011年第4四半期には9兆916億円の介入となった。四半期ベースで、2004年第1四半期における14兆8,314億円に次ぐ、介入額となった。1986年～1987年のバブル形成期に実施された為替介入は月間1兆円前後であり、2011年10月31日の8兆円超という金額ははるかに大きい。

5 外国為替資金特別会計の問題点

日銀は独自の資金で介入するのではなく、外国為替資金特別会計の円資金(外国為替資金証券発行によりファイナンス)を財務省の代理人として、為替市場で売り、ドルを買う。

外国為替資金特別会計の損益は、損失としての借入金利子、利益としての運用収入と外国為替等売買差益から構成されており、年度によって変動するが、2～3兆円の純利益が計上されている。利益としての運用収入とは、主として保有する米国債からの利子収入である。また外国為替等売買差益とは、外国為替資金特別会計で会計上使用される「基準為替レート」と実際の介入レートとの差額から発生する、評価損益に近いものである。

この利益は「翌年度の一般会計に繰り入れ」と「積立金」に処理される。一般会計に繰り入れとは、一般の税収と同様に、一般会計の財源として補

填される部分である。他方、「積立金」とは、外国為替資金特別会計の「自己資本」に近い性格を持つ。傾向としては、一般会計繰入が増加し、積立金計上は減少している。積立金への繰入は減少しており、外国為替資金特別会計の健全性、安定性という観点からは問題であろう。積立金は外国為替等繰越評価損（保有する外貨証券の評価損。基準相場により再評価されるため評価損益が発生）との対応で算出されており、本来必要な基準から不足している。

現在の外国為替資金特別会計の財務として、大きな問題は、①同会計の外国為替等繰越評価損が積立金を超過していること、②ドル建ての「利益」を円建てとみなし、対応額の外国為替資金証券を発行しているため、為替介入がないのに、同証券残高が積み上がることである。同特別会計から一般会計への繰入が増加しており、外国為替資金証券は隠れた赤字国債となっている。

外国為替資金特別会計による保有外貨証券の内訳は近年公表されている。満期構成では中期債が増加している。調達は3～6か月の外国為替資金証券であるから、低金利の短期債で調達し、高金利のドル建て中期債で、利鞘を確保していることになる。また、同特別会計による米国債の保有は、米財務省が公表している日本全体の米国債保有額の7～8割に匹敵する。結果として、日銀による為替介入は、米国財政をファイナンスし、米金利を低下させている。そのコストは、日本における外国為替資金証券の残高増加と金融緩和であろう。

6 外国為替資金証券の発行構造

日銀が財務省の代理人として為替介入する際、財務省は外国為替資金特別会計で外国為替資金証券を発行し、円資金を調達する。1999年3月まで、外国為替資金証券はほぼ日銀引受であった。また公定歩合以下の低い

金利での発行であったため、日銀引受以外には消化できなかった。1999年4月から公募入札方式に変わったが、それでも日銀引受がなくなったわけではない。「予期せざる資金需要が生じた場合には、例外的に、所要の政府短期証券の引受を行う」とされている。

現在、政府短期証券と短期国債は統合され、国庫短期証券となっている。政府短期証券のほとんどは、外国為替資金証券から構成されている。2011年度末で政府短期証券残高は117兆円（うち115兆円が為券）にまで積み上がっており、普通国債、財投債、借入金、政府短期証券合計額960兆円の12.2%に達している。低金利と一般会計からの分離等を背景に、政府短期証券残高は本来の趣旨から大きく逸脱している。

政府短期証券の保有構造を見ると、日銀の保有シェアが低下してきた一方で、「その他」の保有シェアが上昇してきた。日銀のシェア低下は、定率公募残高日銀引受方式（実質の日銀引受方式）が1999年に廃止された影響であるが、「その他」については外国人と推定される。証券業協会が公表する国庫短期証券の売買動向で、外国人のシェアが高まっているからである。

7 日銀の金融政策と為替介入

日本銀行の金融政策を概観したうえで、為替介入と国庫短期証券がいかなる役割を果たしているか、検討する。マネタリーベース（日銀券残高＋当座預金残高）の増減から、日銀の金融政策動向を見ておく。

2001～2003年の期間で為替介入は2001年第3・4半期に3兆1,455億円、2002年第二・4半期に3兆9,924億円、2003年上半年に6兆8,198億円と実施されている。為替介入が外国為替資金証券の日銀引受で実施され、そのためマネタリーベースが増加したことは否定できない。政府短期証券の公募比率は、2001年度には91.9%であったが、2003年度には70%まで低

下した。

2004年には第一・4半期に14兆8,314億円もの介入が実施された。特に月間の為替介入額が7兆円を超えた2004年1月には、政府短期証券の公募比率は58.6%まで低下し、為替介入の巨額化に伴い日銀引受が増加したことになる。

2010年から資産買入基金が開始された。2010年以降、日銀の金融緩和は主として資産買入基金によって担われて、2011年の金融緩和は2000年以降では最大規模であった。資産買入基金が成立した背景には、いわゆる「のりしろ」問題（＝日銀券発行残高－長期国債保有残高）があったと見られる。

2012年年末には日銀保有の長期国債残高が89兆円（資産買入基金分を含む）となり、日銀券残高86兆円と逆転している。資産買入基金分は、のりしろルールの適用外とされている。他方、日銀買入国債の残存期間構成が長期化すると、のりしろルールに抵触することも意識されていた。日銀は買い切りオペで購入した国債を満期償還まで保有するため、残存期間が長期化すると、保有額が増加しやすいからである。このため、白川総裁時代の2012年までは、残存期間が短めの国債が買い切りオペの対象となっていた。

2011年8月には約4.5兆円の為替介入が、11月には約9兆円の介入が実施された。マネタリーベース全体の増加は8月に全体で約4,000億円の増加だが、短期国債（TB、FB）経由では4兆円の増加であった。11月にもマネタリーベース全体で2兆4,811億円増加に対し、短期国債経由で8兆4,586億円の増加要因となった。11月には、日銀の政府短期証券保有残高は急増し23.8兆円に達し、日銀の対政府取引で政府短期証券残高が急増した。

為替介入と金融緩和において、資産買入基金のよる政府短期証券引受が重要な役割を果たした。また、のりしろルールにより、長期国債の保有残

高を増やせないため、為替介入と国庫短期証券の引受は、日銀にとって、金融緩和の補完的機能を果たしたと評価できよう。

8 日銀と外貨準備

日本の外貨準備は、主として外国為替資金特別会計によって保有されるが、外貨準備の一部は日銀本体によって保有されている。通常は約5兆円であるが、2009年にはFRBとの外貨スワップ協定（金融危機対策）により10兆円を超した。日銀による外貨準備保有は1998年から開始されている。このため、日銀には2007年に6,037億円、2010年には4,810億円の外国為替関係損失を発生させている。当期剰余金が減少し、2010年には521億円まで減少した。このことは日銀が為替レート次第では赤字に転落するリスクを抱えていることを意味している。新日銀法のもとで、日銀は財政や政府からの独立性を認められたこともあり、財政からの補填は認められず、自助努力が求められている。日銀の自己資本は約3兆円であり、自己資本の取り崩しがひとつの選択肢と見られる。

9 まとめに代えて

以上見てきたが、問題点を要約して、小括としたい。第一に、2009年以降の急速な円高は、2007年までの円キャリートレードの反転、ならびに2010年以降のユーロ危機による円への資金流入が大きな要因であろう。資本収支での動向が、為替レート変動を規定している可能性が高い。第二に、日本のデフレは先進国のなかでも深刻だが、消費者物価指数の内訳で見ると、電気機器、情報通信機器等が中心である。韓国、台湾、中国等の安値攻勢によって、価格は低下している。他方、エネルギー価格は上昇している。こうした事態は、現在の物価動向がマネタリーな現象ではなく、

金融政策によって影響は限定されることを意味している。第三に、日本では為替介入の権限が政府・財務省にあり、中央銀行としての日本銀行は代理人にすぎない。このため、金融政策が政治的に歪められやすい。同時に、欧米と比較しても、特異であり、2011年には米財務省から批判されている。第四に、外国為替資金特別会計については、保有する外貨建て証券の評価損が、積立金を超えており、健全性に問題がある。また保有すると推定される米国債等は膨大であり、米金利動向によるリスクが内在している。第五に、外国為替資金証券は国庫短期証券の中心であるが、一時的な資金繰りという本来の趣旨から乖離し、国の債務合計960兆円の12.2%、117兆円まで積み上がっている。外国為替特別会計による一般会計繰入が増加しており、外国為替資金証券は実質的には隠れた赤字国債となっている。第六に、日銀の為替介入は、1986年～1989年のバブル期でも2兆円程度(四半期ベース)であったが、2004年1～3月には14兆円超、2011年10～11月にも9兆円といった巨額の介入が実施された。2011年の介入は、資金買入基金の影響もあり、大幅な金融緩和となった。のりしろルールとの関連では、短期国債引受と為替介入は、金融緩和の補完的機能を果たした。第七には、日銀による外貨準備保有と為替損失は、潜在的なリスク要因である。

アベノミクスと黒田新日銀総裁によって、一層の金融緩和が進められる見込みであるが、1999年から2012年までで、すでにバブル期を大きく超える金融緩和と為替介入が実施されたことは、あまり指摘されない。2013年以降の金融緩和が、消費者物価指数に影響する可能性は小さいが、地価と株価など資産価格バブルを再来させる可能性はあることを指摘しておきたい。

(参考文献)

- 河村小百合、「我が国の外国為替市場介入・外貨準備政策の問題点」、『Japan Research Review』、1996年6月
須田美矢子、「外国為替資金特別会計と外国為替政策」、『学習院大学 経済論集』、

第 36 卷第 2 号、1999 年 8 月

渡瀬義男、「外国為替資金特別会計の現状と課題」、「レファレンス」、国立国会図書館調査及び立法考査局、2006 年 12 月号

鈴木克洋、「外国為替市場介入をめぐる諸問題」、「経済のプリズム」、参議院調査室、第 85 号、2010 年 11 月

熊倉正修、「我が国の為替市場介入と外国為替資金特別会計の問題点」、「世界経済評論」、第 51 号、2011 年 11・12 月

【予定討論者から報告者へのコメント】

1 建部正義（中央大学）

- ①日本のデフレ要因として、新興国の供給増加を最も重視している、とした。新興国の供給増加は他の先進国にも共通していることで、日本だけに特有な現象ではない。
- ②日銀の為替介入は、大幅な金融緩和となった、とした。しかし、日銀の介入は自動的に中立化（不胎化）されるのではないか。日銀による外為証券の引受→市場介入＝市中銀行の超過準備の発生→財務省による外為証券の市中発行＝超過準備の解消→財務省による日銀保有外為証券の償還
- ③為替介入の権限が政府・財務省にあり、中央銀行としての日本銀行は代理人にすぎない。このため、金融政策が政治的に歪められやすい、とした。中央銀行の使命は、物価の安定と金融システムの安定であり、外国為替市場の安定は中央銀行の使命になじむか。
- ④日本の累積財政赤字の評価と将来の見通しについて、限界はどのようなかたちで表面化するのかについての報告を期待したかった。

2 松本 朗（立命館大学）

- ①為替介入と政府短期証券の不胎化は、事実上の外債購入と言えるか。
- ②円キャリートレードとの関係をどのように考えるか

③インフレーションの蓋然性についてどのように考えるか

【討論者への代田純の回答】

1 建部正義氏への回答

- ①御指摘の通り、日本に特有な現象ではない。しかし、報告のなかでも強調したが、日本の物価水準はドイツに比べても高く、欧米先進国と比較しても、突出した水準であった。こうした極めて高い物価水準のため、国際化に伴う内外価格差の調整が深刻な影響を与えている。こうした意味で、新興国からの供給増加は、我が国では大きな意味を持っていると考える。
- ②御指摘の通り、1年間程度の期間であれば、不胎化されていると思う。一時的に日銀引受で外為証券が発行されても、財務省が市中発行（公募）した外為証券による資金で、日銀引受分を償還するからだ。しかし、タイムラグの問題は残るのではないか。すなわち、日銀が一時的に外為証券を引き受ける時期と、財務省が市中発行した外為証券により日銀に償還する時期には、短期間ながらタイムラグが発生する。この期間は、やはり為替介入と外為証券の日銀引受により、金融緩和が発生する。現在の仕組みで、為替介入と外為証券による日銀引受は、短期的な金融緩和効果を伴っている。
- ③ECB（欧州中央銀行）は、ホームページにおいて、EU条約の127条、219条に基づき、ECB（ユーロシステム）は外国為替市場に介入できる、と明記している。同時に、ECBの基本的役割（basic tasks）のなかで、為替操作（foreign exchange operation）を挙げている。こうしたことを想起すれば、中央銀行の使命に為替安定がなじまない、とは言えないだろう。しかし、実際のところ、報告のなかでも強調したが、先進国の中央銀行で為替に介入しているのは、日本とスイスだけである。ECBやFRBは、実際には為替介入をほとんど実施していない。こうした現実を見れば、中央銀行が為替安定にどれだけ関わるべきか、答えは自明のように思われる。

マクロの観点でとらえる 日本の国債管理政策

—— 焦点は経常収支から金融政策へ ——

森田 京平

(パークレイズ証券)

はじめに

世界最大の政府債務を受け日本では財政再建が不可避となっている。しかし、人口問題（高齢化、生産年齢人口比率の低下）に社会インフラの高齢化問題が加わることで、東日本大震災以降の財政再建は一段と難しい局面に入っている。勢い、焦点は財政再建策ではなく国債管理政策に向けられる。膨大な財政赤字に関わらず金利が安定してきたことから、一見、国債管理政策が奏功してきた印象を持つ。しかし、その実態は「財政のソフトバジェット化」であることを本稿の前半でみる。後半では、経常収支黒字の持続性に疑問符がつき始めたことを踏まえ、①国内の投資家を国債から逃れられない投資家 (captive domestic audience) にする、②日銀が国債を買い支える、という2つの選択肢が実現性を増している点に注目する。②については、日銀が今後直面しかねない課題として「日銀の損失リスクと政府による損失補償の余地」、「そもそも『出口』を出られるのか」の2点を検討する。結局、財政再建策こそが最善の国債管理政策といえる。

1. 人口動態：バブル崩壊後の財政が直面してきた伝統的な課題

日本では一般政府（中央政府、地方政府、社会保障）の政府債務残高がGDP比200%を超え、世界最高水準にある。しかもその値は1990年代半ばに100%、2000年代初頭に150%、2010年ごろに200%を超え、バブルが崩壊した1990年代初頭以降ほぼ一貫して上昇している。

この間の財政運営を簡単に振り返ってみよう。企業がバランスシート調整を進める中、1990年代の財政政策は裁量的な減税や公共事業などを通じて拡張的に運営された。短期的にはそうした政策が景気や市場マインドをサポートしたことは事実である。また、企業が債務削減を進める中、景気が急速に悪化してしまうことを避けようとした政府の政策姿勢は十分理解できる。しかし、景気とは別に、バブル崩壊以降のある現象が財政運営の裁量を静かに、しかし非常に強い力で狭めることになった。高齢化と生産年齢人口比率（＝15～64歳人口／総人口）の低下である。

「高齢化」は年金、医療など社会保障関係費を着実に押し上げることで歳出の硬直化をもたらした。また「生産年齢人口比率の低下」は、法人税や所得税など企業の生産活動を根源とする税収に下押し圧力をかけた。そもそも日本の税制度はシャープ勧告（1949年、50年）以来、法人税や所得税など直接税中心の税体系を続けてきた。そうした直接税中心主義が定着する上で、生産年齢人口比率が上昇ないし高水準にあることが欠かせない。ところが、1990年代初頭のバブル崩壊とほぼ時を同じくして、生産年齢人口比率の急落が始まった。2010年には同比率は64%と、同年のG7の最低水準に落ち込んだ。

こうした中、直接税中心の税制度は人口動態との親和性を失い、シャープ勧告からの本格的な決別が早期に求められた。それでも日本国民あるいは政治は間接税である消費税を税制度の中心に据えることを拒み、消費税

率の引き上げはまさに“too little, too late”であった。

2. 社会インフラの高齢化：東日本大震災後の財政が直面する新たな課題

人口に加えてもう一つの「高齢化問題」が浮上している。社会資本ストックの高齢化（老朽化）だ。社会資本ストックを一般政府および公的企業が保有する固定資産と定義すると、その残高は2010年末で600兆円（内閣府『国民経済計算』における再調達価格評価）近くに達する。すでに年間名目GDPを25%も上回っており、量的に不足しているとは言い難い。

しかし資本ストックの機能は量だけでは評価できない。そこに体化された技術や機能の新鋭度など質的側面も重要だ。とりわけ東日本大震災、昨今の豪雨、将来的な震災リスク（首都圏直下型地震、南海トラフ地震）は社会資本ストックに「防災・減災への一層の貢献」という役割を強く求めるきっかけとなっている。

もとより社会資本ストックには流通市場がない。そのため、その技術や機能の質を実際の取引価格から算出することは難しい。そこで質の代理変数として「ヴィンテージ」(Vintage)を用いる。ヴィンテージとは、構造物や機械・設備など資本ストック設置後の平均経過年数を表し、資本ストックの「年齢」と解釈できる。このヴィンテージを社会資本ストックについて計算すると、2011年で約16歳と戦後の最高齢に達している。なお内閣府(2012)によると、社会資本ストックの耐用年数は平均40年弱であることから、16歳というヴィンテージは社会資本ストックが経済価値の「半減期」に迫っていることを示唆する。まさに高齢化だ。

今後の財政は、バブル崩壊以降の人口動態（高齢化、生産年齢人口の低下）という伝統的な課題に加えて、高齢化した社会インフラの質的改善という新たな課題への対応も求められる。財政再建が強く求められる中、む

しろ歳出増加要因が増えたことになる。こうした環境下、最終的には財政再建が求められるとはいえ、市場の観点からは、まずは制御不能な長期金利の上昇を避ける国債管理政策が問われる。

3. 経常収支黒字：日本の財政赤字は国内の「貯蓄不足」ではなく「貯蓄の偏り」

財務省は国債管理政策を「できるかぎり財政負担の軽減を図りながら、国債が国民経済の各局面において無理なく受け入れられるよう国債の発行、消化、流通及び償還の各方面にわたり行われる種々の政策」と定義している。膨大な政府債務残高にもかかわらず長期金利が安定してきたことを踏まえると、同政策は一見、奏功しているようだ。

しかし、その背景に、経常収支黒字すなわち国内の貯蓄余剰（貯蓄＞実物投資）の長期継続というマクロ環境があったことは強調されなくてはならない。つまり日本の財政赤字は一国単位でみると「貯蓄不足」ではなくて「貯蓄の偏り」（民間部門は貯蓄余剰、公的部門は貯蓄不足、国内全体は貯蓄余剰＝経常収支黒字）である。これが長期金利が安定する上での強力なマクロ環境を提供してきた。この点に鑑み、本節では貯蓄主体としての企業（民間非金融法人）、次節では貯蓄の流れを左右する間接金融仲介機関（以下、便宜的に銀行）の行動を振り返る。

バブル崩壊から1990年代末にかけて企業はいわゆる「3つの過剰」（過剰債務、過剰設備、過剰雇用）の処理を迫られた。中でも過剰債務と過剰設備の処理は「バランスシート調整」と呼ばれ、バブル崩壊後の日本経済を象徴した。このバランスシート調整により、利下げという伝統的な金融緩和策が実体経済を刺激する力は格段に弱くなった。勢い、景気刺激策の軸は財政政策にシフトした。これが同時期の財政赤字拡大の一因であることは既述の通りだ。

しかし1990年代末までには、幅広い業種とりわけ非製造業で「3つの過剰」の処理は大幅に進んだ。いよいよ設備投資と雇用の増加を伴う拡大均衡的な景気回復の素地が整ったかに見えた。ところが、日本企業を取り巻く環境はすでに大きく変わっていた。企業がバナンスの変化やデフレの始まりがその一例である。

そのうち企業がバナンスの変化は、直接金融では外国人株主の台頭（株主構成のグローバル化）、間接金融では銀行融資の不動産担保依存度の低下という形で進んだ。株主構成のグローバル化は、製造業、非製造業を問わず每期毎期の利益創出に対する強いプレッシャーを企業に与えた。また不動産担保依存度の低下によって、借り手の担保保有量のみでなくキャッシュフロー創出力が与信の可否に影響するようになった。これらの結果、企業経営が売上高重視からキャッシュフロー重視に大きく舵を切った。こうした環境変化を経て、1998年ついに企業（非金融法人）は戦後初めて「貯蓄余剰主体」に浮上した。これは銀行の観点からは「借り手不在」、日銀の観点からは「北極での氷売り」（pushing on a string）という時代の幕開けを意味した。

4. 財政のソフトバジェット化：国債管理政策のマクロ的な実態

「貸し手不在」は預貸率（＝貸出残高／預金残高）の低下に見て取れる。例えば、都市銀行の預貸率は2000年代初頭までは100%を超えていた（貸出残高＞預金残高）。つまり「マネーポジション」にあり、都市銀行はコール市場などのインターバンク市場に取り手として参加していた。このような主体がコール市場にいるときは、利下げという伝統的な金融緩和策は効果を発揮しやすい。ところが今や都市銀行の預貸率は60%台半ばまで下がっており、地銀・第二地銀をも下回る。銀行が「借り手不在」ならば、コール市場はまさに「取り手不在」だ。

預貸率の低下に伴い、銀行では国債投資を中心とする預証業務の位置づけが高まった。預貸業務を軸としていたころの銀行は借り手企業に対して債権者（貸し手）、株主（株式の持ち合い）、経営参加者（役員の座り合い）という複数の立場を有していた。つまり借り手企業的意思決定に直接関わる経路が多様に確保されていた。

ところが国債保有高を累増した今日の銀行の場合、政府に対する債権者という位置づけが格段に高まった。それにもかかわらず、債権者という立場から、銀行が政府的意思決定に直接関わる経路はない。それは債権者である銀行ではなく、国民の代表である政治の役割である。これは、銀行の健全性ないしはソルベンシー（最終支払い能力）が、自ら直接意思決定に関わることのできない主体（政府）に左右される構図だ。

一方、政府の観点に立てば、安定した貸し手、しかも直接意思決定に関わることのない貸し手を得たことになる。その結果、歳出の効率化に向けた努力が本来あるべき水準に達していないにもかかわらず、長期金利は低位に抑制される。これは金融論や企業がバナンス論に登場する「ソフトバジェット（soft budget）問題」に当たる。長期金利の安定は一見、国債管理政策の奏功ととらえられるが、その実態は①企業を中心とする国内貯蓄余剰、②預貸から預証に軸を移した銀行行動、などを背景とする「財政のソフトバジェット化」といえよう。

5. 「協調の失敗」の回避：パーゼルⅢも手伝って“Captive Domestic Audience”を創出

もちろん国内の貯蓄余剰（経常収支黒字）が今後も続く保証はない。むしろ、高齢化に伴う家計貯蓄率の低下、エネルギー・ミックスの変化に伴う国内企業の貯蓄減、さらなる財政赤字拡大の可能性、など経常収支黒字の持続性に疑問符をつける要因は増えている。仮に経常収支黒字が消える

と、ただちにではないものの、政府は海外からのファイナンスを余儀なくされよう。海外投資家にとって、日本の国債を保有するには少なくとも為替リスクを考慮しなくてはならない。その途端に国債は無リスク資産としての価格形成（イールドカーブ形成）から離脱する。また、9割以上が国内投資家という特殊な構造の下で回避されてきた国債市場における「協調の失敗」も、海外投資家の位置づけが高まるにつれて発生確率が高まるはずだ。この点は、財政収支に加えて経常収支が赤字であった欧州周辺国の債務危機の教訓でもある。

さらに、高齢化に伴い家計の支出財源がフロー（所得）からストック（金融資産）にシフトすると、銀行での預金の滞留期間が短くなり、いわゆる「コア預金」と見なしうる預金残高が減少する可能性がある。この場合、銀行が国債投資で許容できるデュレーション・リスクが圧縮され、イールドカーブにベアスティープ化圧力がかかることも想定される。こうした環境変化を踏まえると、日本の国債管理政策はむしろこれから厳しく有効性を問われる。

その際、マクロ的な策として、①国内の投資家を国債から逃れられない投資家（captive domestic audience）にする、②日銀が国債を買い支える、③資本収支を長期資本中心の黒字にする（英国型）、④外貨準備としての円の機能を高め海外から国債市場への資金還流経路を確立する（米国型）、などが挙げられる。このうち、一定の実現性を踏まえ、以下では①、次節では②に焦点を絞る。

日本の国債市場において、captive domestic audience が今後増えるきっかけとしてバーゼルⅢが挙げられる。現行のバーゼルⅡが主に銀行の自己資本に注目しているのに対して、バーゼルⅢは銀行のバランスシートに幅広く規制をかける。具体的には、自己資本の量と質に対する規制（総自己資本比率、Tier 1 比率、普通株式等比率）、負債に対する規制（レバレッジ比率）、資産に対する規制（資金流動性に関わる流動性カバレッジ比率、

市場流動性に関わる安定調達比率)という形で、バランスシートの3項目(資産、負債、自己資本)すべてに規制がかかる。バーゼルⅢは2013年1月1日の自己資本規制の導入に始まって、2018年に向けて順次採用される。その過程でバーゼルⅢは特に自己資本と資産に対する規制を通じて、バーゼルⅡ以上に銀行に国債保有を促す可能性がある。仮に将来、経常収支黒字が消えたとしても、残された国内貯蓄については国債に向かうインセンティブが制度的に組み込まれようとしている。同時に、「協調の失敗」のリスクも抑えられるかもしれない。その場合、バーゼルⅢは事実上、国債管理政策の一環となるが、一方で新たな「金融抑圧」(Financial Repression)の始まりと見ることもできる。

6. 量的・質的金融緩和(1): 中央銀行の損失リスクと政府による損失補償

バーゼルⅢ以上に直接的な国債価格支持策(長期金利抑制策)として、日銀による国債の大規模買い入れが考えられる。しかもこれはすでに始まっている。日銀が2013年4月4日に採択した「量的・質的金融緩和」(Quantitative and Qualitative Monetary Easing: 以下QQE)がそれに当たる。

QQEの目標は、総合消費者物価指数(CPI)の前年比2%上昇という「物価安定の目標」を2年程度の期間を念頭にできるだけ早期に実現することにある。そのために、オペの操作目標を従来の無担保コールレート(オーバーナイト物)からマネタリー・ベースに移した。その上で、①年間約60~70兆円のベースでマネタリー・ベースを増加、②長期国債の毎月のグロスの買入額を7兆円強に増大し、買い入れ対象年限も40年債を含む全年限に拡大、③ETFとJ-REITの買い入れ額の増加、④「物価安定の目標」を実現し安定的に持続するために必要な時点までQQEを継続、

という4点を決定した。①が量的緩和、②と③が質的緩和、④がコミットメントに該当する。

QQEが発表された際、市場が最も驚いたのは国債の買い入れ額の膨大さである。発行額の7割に相当する国債を日銀は買うことになるからだ。無論、日銀はQQEが「債務の貨幣化」(マネタイゼーション: monetization)を意図していないことを強調している。しかし、そもそも金融緩和期とりわけその初期段階では政府と日銀の利害が一致しやすく、金融政策が財政政策に取り込まれているかは判断しがたい。QQEが財政との関連で何らかの問題に直面するとすれば、それは今日のような初期段階ではなく、皮肉にも成熟段階あるいは最終段階(出口)となるであろう。

そこで、日銀が直面しかねない問題として「日銀の損失リスクと政府による損失補償の余地」、「そもそも『出口』を出られるのか」の2点を検討しておこう。

第1の日銀の損失リスクは、長期金利が上昇した場合の保有国債の損失リスク、およびその損失を政府が明示的に補償するかが論点となる。日銀は保有国債を「償却原価法」で評価している。つまり取得原価と額面の差額が償却期限までの間、每期均等にP/Lの「利息」で償却される。従って長期金利が上がっても「含み損」は会計上、認識されない。

しかし、今後CPIが例えば前年比2%で上昇し、流動性のわなから貨幣数量的な世界にある程度戻った時に、長期金利(例えば10年国債利回り)は少なくとも2%には上がるはずだ。まして、財政再建が進まない場合には、それ以上に長期金利が上がってもおかしくない。この場合、いくら償却原価法で評価されているとしても、市場は日銀の含み損と自己資本比率のバランスに注目せざるを得ない。しかも、QQEの下、日銀は保有する国債の平均残存年限を従来の3年弱から7年程度に延ばそうとしている。これはデュレーションの長期化であり、金利上昇に対して含み損が拡大しやすくなる。こうした状況に備えて、政府が日銀の損失を全て補償す

ることを事前に決めておく価値は十分あろう。しかし旧日銀法にあった損失補償条項は、1998年4月施行の新日銀法では日銀に対する「自主性」(autonomy)の付与と引き換えに削除されている。

7. 量的・質的金融緩和(2):「2年でCPI 2%」が「Catch 22」とならないために

第2に、「出口」を出るべきときに出られるかも課題となる。よく指摘されるように、日本の国民負担率(=租税負担+社会保障負担)/国民所得は40%(2013年度)と低い。ここから、日本には増税余地が十分あるとした上で、それが膨大な財政赤字にもかかわらず国債に一定の信認を与えていると説明されることもある。しかし、消費税率引き上げの遅れに見られるように、国民負担率の低さはむしろ「増税を受け入れない国民性の象徴」と解釈すべき時期に来ている。

こうした中、日銀が今後、政府に対する最後の貸し手(LLR:Lender of Last Resort)、あるいは国債に対する最後の買い手(MMLR:Market Maker of Last Resort)としての役割を強いられる可能性も排除できない。その場合、適正な金融引き締めが遅れ、インフレが目標以上に進んでしまうリスクがある。そのときの引き締めつまり「出口」はかなり険しいものとなろう。場合によっては日銀保有国債の売りオペが必要となるかもしれない。このとき財政再建が遅れていると、政府に対するLLR/MMLR機能が日銀に求められて、必要な売りオペができない、あるいは遅れるリスクが浮上する。つまり出口(あるいはその近辺)こそが、日銀が財政ファイナンスすなわち国債管理政策に取り込まれているかが明らかとなる局面だ。

黒田日銀総裁は現時点で出口を論ずるのは早過ぎるとしている。しかし、当然、頭の中ではあらゆるシナリオについて思考実験をしているはずだ。

「出口」が近づいたときに、日銀が「財政支配」の下で LLR や MMLR 機能を強いられると「マネタリストの不愉快な算術」(Unpleasant Monetarist Arithmetic) が実現しかねない。

日銀の QQE は「2年で CPI 2%」「2年でマネタリー・ベース 2倍」というように「2」という数字で説明されることが多い。これが「マネタリストの不愉快な算術」を経て日銀を「Catch 22」(身動きが取れない状態)に追い込むこととならないよう、安倍内閣には財政の健全性と規律の向上を法的なコミットメントという形で強化して頂きたい。結局、財政再建策こそが最善の国債管理政策であるはずだ。

参考文献

- 天達泰章 (2013)『日本財政が破綻するとき』日本経済新聞出版社
池尾和人 (2013)『連続講義・デフレと経済政策』日経 BP 社
岩田規久男 (2000)「長期国債買い切りオペを増額すべき」『論争 東洋経済』2000年1月
翁邦雄 (2013)『金融政策のフロンティア』日本評論社
内閣府 (2012)『日本の社会資本 2012』内閣府政策統括官 2012年11月
Reinhart, C. M., Kirkegaard, J. F. and Sbrancia M. B. (2011) “Financial Repression Redux” *Finance and Development*, Vol. 48, No. 1, IMF
Sargent, T. J, and N. Wallace (1981) “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic,” Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Quarterly Review Fall 1981*

【予定討論者のコメントと回答】

1. 代田 純氏 (駒澤大学)

- ①国債管理政策とは何か
- ②日本の長期金利をどう見るか。
- ③日銀による超過準備への付利をどう位置づけるか。

〈回答〉

第1に、1970年代、80年代に見られた国債管理政策の定義を今日においてどう評価するかが、やはり時代にそぐわないものになっていると言わざるを得ない。報告文にも書いているが、今日の財務省は「できるかぎり財政負担の軽減を図りながら、国債が国民経済の各局面において無理なく受け入れられるよう国債の発行、消化、流通及び償還の各方面にわたり行われる種々の政策」と定義している。つまり、国債に関わるあらゆる面が国債管理政策の範疇であり、新規国債発行を伴うフィスカルポリシーも国債管理政策の範囲内と考えるべきであろう。

第2に、日本の長期金利をどう見るか、またその際、高齢化の下での「コア預金」の減少リスクがイールドカーブのベアスティーブ化要因となる一方、バーゼルⅢは銀行に国債保有を促すという点がどう関係するか、というご質問を頂いた。自己資本規制を中心軸としたバーゼルⅡと異なり、バーゼルⅢは銀行のバランスシートに幅広く規制をかける。例えば、バーゼルⅢでは、銀行の資産サイドに市場流動性と資金流動性の両面から規制をかけることになるが、この規制を満たす上で銀行が真先に思い浮かべる資産はやはり国債であろう。一方、報告では、高齢化の下でコア預金に該当する預金残高が減るとすれば、ベアスティーブ化圧力がかかると述べた。では最終的には、バーゼルⅢとコア預金減少の影響はどちらが強く表れ、長期金利はどうなるかが、今後4～5年程度は長期金利の急騰は考えにくい。なぜならば、そもそも国内の貯蓄余剰つまり經常収支黒字自体は今後4～5年程度であれば維持される可能性が高く、その上でバーゼルⅢの2018年の完全導入に向けて国債に資金を向かわせる制度的インセンティブが働いたためだ。ただしこれは金融抑圧という側面があり、健全とは言い難い。

第3に、日銀の補完準備預金制度における超過準備への付利をどう位置づけるのだが、この付利はいわゆる「コリドー」の下限として機能することが期待されている。しかし、代田先生が指摘されたように、実際の無担保コールレート（オーバーナイト物）はその下限を下回っている。この背景には一点、制度的な要因を上げなくてはならない。すなわち生損保など日銀と当座預金契約も持たない主体もコール

市場に参加しているという点だ。彼らにとっては超過準備への付利が短期金利の下限として機能する必然性がない。実際、生保などは超過準備の付利水準よりも低い金利でコール市場に資金を出している。補完当座預金制度自体の欠陥というよりは、制度外の主体の行動が表れている。

2. 三谷 進氏（龍谷大学）

- ①財政の健全性に法的にコミットすることの実現性は高いといえるか。
- ②アベノミクスの金融政策に対する評価について。とくに物価上昇率が2%になった場合、長期金利の上昇を抑制できるのか。
- ③政府と中央銀行の関係について。中央銀行が政府の財政政策に取り込まれないためにどんな条件が必要か。米国のアコードの経験に照らして日本での具体的な道筋をご教示されたい。

〈回答〉

第1に、財政の健全性と規律向上の法的コミットの現実性についてだが、確かにこれは難しい問題だ。実際、かつて橋本政権が1997年に「財政構造改革法」を作ったが、翌1998年には小渕政権によって同法に対する停止法が施行された。しかもその停止法が今なお生きていることを踏まえると、財政再建に対する法的コミットメントを政府に求めるのは難しいのかもしれない。しかし、だからこそ、これは通常の法律レベルで扱うべきではないと考える。その一例として憲法が考えられる。無論、憲法については安易な議論を慎むべきだが、自民党が2012年4月に作成した「日本国憲法改正草案」では「財政の健全性は、法律の定めるところにより、確保されなければならない」（第83条2）としている。これを踏まえると、財政再建に対する法的コミットのインセンティブが政治側に全くないとは言えないであろう。

第2に、アベノミクスの中で今日の金融政策をどう位置づけるかだが、三谷先生がご指摘されたように「CPI前年比2%」が実現すると、長期金利の上昇を通じて、国債を大量に保有する日銀や各金融機関に多額の含み損が生じる。また、政府にとっ

でも借り換えコストや利払い負担が高まり財政再建がむしろ難しくなりかねない。つまり財政再建が遅れた場合、アベノミクスは総体として「動学的整合性」を欠くことになる。ただし、忘れられがちだが、日銀が2013年1月22日に「物価安定の目標」を発表した際、同時に「持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する」という政府・日銀の共同声明も発表されている。日銀が「量的・質的金融緩和」に踏み込んだ4月4日よりも前に、政府は「持続可能な財政構造を確立する」という意思を国民に明示したことを政府自身が忘れるべきではない。

第3に、財政支配に取り込まれることなく中央銀行が政府との関係を構築していく上で、どのような条件が必要となるかだが、その際、私の報告あるいは三谷先生のコメントでも1951年の米国財務省とFRBのアコードが取り上げられた。三谷先生からは、米国ではアコードの前に民間金融機関が国債保有比率を低下させていったとのコメントがあったが、私からもう一点加えたい。すなわちなぜアコードが1951年だったのか。この背景には、1950年の朝鮮戦争、およびそれに伴う米国政府の歳出増加圧力があった。その下で、財務省証券の価格支持（買い支え）を続けられればインフレを助長してしまうという強烈な危機感がFRB側に醸成された。こうした米国の経験を踏まえると、「日本版アコード」が成立するには、皮肉なことにインフレなどの痛みを実際に我々が痛感することが必要なのかもしれない。

【一般討論での質問への回答】

○足立一夫氏（元 三菱UFJ信託銀行）への回答

銀行による国債消化は企業の成長をサポートするという本来の銀行の存在意義を失わせているのではないか、という点には共感する。ただし、制度上のインセンティブ問題も大きいように思う。リスクアセットベースで自己資本比率を守ろうとすると、銀行としてはどうしても国債保有が視野に入ってしまう。ただし、銀行がリスク認識力（事前のモニタリング）、リスク管理能力（事後のモニタリング）、リスク受容力（銀行のソルベンシー）を高める努力は常になされる必要がある。

○川波洋一氏（九州大学）への回答

金融機関から民間経済主体への貸出や、民間経済主体による設備投資や個人消費動が伸びていないというご指摘であるが、やはり企業の中長期的な期待（アニマル・スピリット）の改善が求められている。そうでなければ、日本国内で減価償却を上回る設備投資の伸びには期待しにくい。現在の企業の内部留保を踏まえると、企業が設備投資を行う上での制約は流動性制約ではなく、将来に対する成長期待の制約だろう。

だからこそ「成長戦略」が欠かせない。2点だけ触れておく。第1に、中国、韓国も含む主要国の間接税率（日本は消費税率）と法人税実効税率の間には、「間接税率 \approx 法人税実効税率 -10 」という大まかな関係が見て取れるが、日本だけがそこから極端に右下、つまり消費税率が低く法人税実効税率が高いという位置に立っている。これでは日本企業の国内設備投資や海外企業による対日直接投資の意欲がそがれかねない。

第2に、日本の労働市場を変える必要がある。主要先進国で日本だけがデフレであったとき、同時に日本だけが失業率を上げなかった。日本は労働市場を「数量（失業）」ではなく「価格（賃金）」で調整する経済である。今後のデフレ脱却に当たっては、数量での調整経路、すなわち労働力の可動性（mobility）を高める必要がある。これを欠くと、物価の上昇に賃金の上昇がついていけない（=実質賃金の下落 \approx 労働生産性の下落）リスクがある。

○木村二郎氏（桃山学院大学）への回答

日銀はすでに財政ファイナンスをしているのではないかとのご指摘であるが、国債の買いオペか引き受けかの違いはあるにせよ、客観的に見てそう言ってよいと考える。ただし、日銀はレトリックとして「財政ファイナンスではない」と言い続けざるをえない。また「財政ファイナンス」が良い悪いかについては一定の議論を要する。例えば、経済環境が厳しいときの金融政策の入り口では、大量の国債買入れはやむを得ないであろう。問題は出口だ。Stackelbergのleader/followerゲー

ムの意味で政府が leader、日銀が follower という関係ができ「マネタリストの不愉快な算術」の世界が形成されると、出口において財政ファイナンスのコストが一気に表面化するであろう。だからこそ日銀は、出口に至るまで首尾一貫して政府に財政健全化プレッシャーをかける義務を負っている。

○川波洋一氏（九州大学）への回答

なぜ経常収支の赤字化のタイミングとして 2018 年を重視しているかであるが、高齢化とそれに伴う家計貯蓄率の低下、エネルギー・ミックスの変化と調達コストの上昇、それに伴う企業の IS バランスの変化、税制改革が遅れた場合の対内・対外直接投資バランスの変化など、非常に多くの前提を置いて計算した上で、早くて 2018 年を想定している。

経常収支赤字であっても長期金利が安定しているのは、長期資本が流入しやすい旧宗主国である英国やフランス、あるいは米ドルという基軸通貨を有する米国ぐらゐであり、その他は長期金利にリスクプレミアムがかかりやすい。日本の場合、旧宗主国でもなければ基軸通貨国でもない。したがって、経常収支赤字が長期化した場合には、金利に一定のリスクプレミアムが要求されるであろう。

○小林真之氏（北海学園大学）への回答

世界的な金融危機対策に対して事後的に採択された金融緩和策が今なお続いているのはなぜかであるが、それこそが「入口は簡単でも出口は難しい」ことの象徴ではないか。今回の金融政策は「市場の期待に働きかける」あるいは「中央銀行が MMLR 機能を担う」という新たな次元の政策であったことが出口の判断基準を見えにくくさせている。

また、超過準備への付利が行われている現状を「ゼロ金利政策」と言えるかであるが、今の日銀の量的・質的金融緩和（QQE）について他の中央銀行にない特徴を挙げるとすれば、短期金利ではなく「マネタリー・ベース」を明示的に操作目標にしているという点であろう。その上で、マネタリー・ベースの過半を占める超過

準備への付利はマネタリー・ベースをコントロールするための重要な手段となっている。白川前総裁までの政策金利コントロール型の金融政策では、短期金融市場の機能を生かすことが超過準備付利の理由であった。これは、現在のQQEの下、超過準備付利に新たな意味合いが加わったことを意味する。

○建部正義氏（中央大学）への回答

QQEの3つの効果波及経路（①資産価格への働きかけ、②ポートフォリオ・リバランス、③市場や経済主体の「期待」の抜本的転換）についてであるが、これらは3つあるように見えるが、事実上、自由度は1だ。つまり「期待の転換」に尽きる。ただし白川前総裁までは「期待への働きかけ」といった時、その対象は主に長期金利すなわち「時間軸」であった。現行のQQEでは、CPIが決まる現場である実物経済の主体つまり企業や家計の期待を変えようとしている。だからこそ「2年でCPI前年比2%」といった一見わかりやすい表現を使いながら、企業や家計の期待を変えようとしている。その意味で上記のうち③が決定的に重要だと考える。

○木村二郎氏（桃山学院大学）への回答

QQEが円安につながった背景は何かであるが、市場ではしばしば「ソロスチャート」が話題となる。なお、これは和製英語であり、そもそもGeorge Soros氏も「ソロスチャート」などという表現は知らないし、使っていない。ソロスチャートを理論的なものと位置付けることには反対だが、市場の中には注目する人が多いのも事実。その結果、量的緩和を受けて市場の期待が円安方向に振れ、自己実現的に円安になった側面はあろう。ただし、日本の貿易収支が赤字に転化したこと、ユーロ圏の債務危機が小康状態に入ったことなど、ファンダメンタルズが変わったことも円安を促したであろう。

○片岡 尹氏（相愛大学）への回答

「出口」に至るプロセスであるが、重要な点は「CPI前年比2%」の安定性をど

う認識するかであろう。私自身は、実質賃金の上昇を伴う形でCPIが前年比2%で上がる状況が継続すれば、ある程度「物価の安定性」が高まったといってよいのではないかと考えている。ただし、その時に中央銀行の独立性が行使される環境がないと、政府に対するLLR機能あるいは国債に対するMMLR機能が優先されて、金融政策が出口を出るべき時に出られないリスクは残る。つまり中央銀行の独立性は出口でこそ求められる。

イギリスの国債管理と金融政策

齊藤 美彦

(獨協大学)

はじめに

今次金融危機は、グローバル金融危機であるとか世界金融危機との呼称が一般的である一方、北大西洋金融危機という呼び方も存在する。イギリスは、今次危機の過程で金融システムと経済が大きく傷ついた国のひとつであろう。ノーザンロック危機においては140年ぶりといわれる取り付け騒ぎが発生したし、ロイズ銀行およびロイヤル・バンク・オブ・スコットランドというビッグフォーのうちの2つまでもが実質国有化されたのである。それに対応して、国債発行額は急増し、中央銀行であるイングランド銀行(BOE)は量的緩和政策を採用し、国債の大量購入を行ってきている。ただしアベノミクスとは異なり、景気後退下においても政府は付加価値税率の引上げを行ったり、財政削減に取り組んだりもしている。イギリス型の財政政策と金融政策のポリシー・ミックスはこれまでのところあまりうまくいっているようにはみえない。本稿においては、今次危機対応としてのイギリスの国債管理政策と金融政策の関連について検討することとしたい。

I. 金融危機後の国債発行

順調であったイギリス経済は、2007年9月のノーザンロック危機以降

に変調をきたすこととなった。2008年、2009年はマイナス成長となり、その後も暦年ベースでは成長率はプラスにはなっているものの停滞している。金融面では、リーマンショック後の2008年10月には、ビッグフォーのうち2つ、すなわちロイヤルバンク・オブ・スコットランドおよびロイズ銀行が実質国有化された。これに対応してか、ブラウン政権は2008年末から2009年末までの間、付加価値税（VAT）の税率を2.5%引下げ15%とした。金融政策面では、次節で詳しく述べるが、2009年3月から量的緩和政策が採用された。ただしVATの税率は、2010年1月には17.5%に復帰した。

2010年5月に行われた総選挙においては、労働党は敗北し、キャメロン政権（保守党・自由民主党連立政権）が誕生した。キャメロン政権は翌6月に緊急予算案を発表し、VATの税率引上げ（2011年から20%）、銀行課税等の増税（法人税率については段階的引下げ）および公務員給与凍結、福祉支出削減等の歳出削減策を明らかにした。ここにおいて明らかにされた大学学費値上げについては、同年11月に大規模な反対デモ等の抗議活動があったし、翌年の8月のロンドン等における暴動も、政府の経済政策とは無縁とはいえないであろう。

このような政策にもかかわらずというべきか、それゆえにというべきか、イギリスの財政赤字は2008年度以降急拡大している。2007年度の国債発行額は585億ポンドであったのに対し、2008年度には1465億ポンドとなり、それ以後も高水準が続いている。残高ベースにおいても2010年度にはユーロの収斂基準（これ自体無意味なものとなりつつあるが）であるGDPの60%の水準を超えることとなっている。

これこそが、キャメロン政権が財政緊縮政策を採用してきている理由であろうが、その一方で金融政策には負担がかかり、出口の見えない量的緩和政策が継続してきているのである。

このような環境下において、イギリスの国債管理を担う債務管理庁

(DMO) は、種々の対策を講じてきている。まずは発行市場関連においては、2009年5月からプライマリー・ディーラーである GEMM のうちの優良入札者に対する 10%の追加割り当て（平均落札価格による）を導入した。また、2005年に一度だけ行われたシンジケート発行についても 2009年度以降、頻繁に行ってきている。さらに、このシンジケート発行の補完等を目的として、特定の銘柄を少額発行する際にはミニ・テnder発行という手法を 2008年10月以降用いるようになってきている。発行市場関連以外では、2007年11月に TB のリオープンを開始した。

イギリスにおける国債の発行状況をもう少し詳しく見るならば、コンベンショナル・ギルト債においては長期債の割合が多いのが特徴となっている。また、イギリスはインデックス債を世界に先駆けて発行開始し、その発行額・シェアも大きいのが特徴であり、同債券の平均残存期間も長くなっている。これにより国際比較をしても、イギリスの国債の平均残存期間は 15年以上となっており、他国よりもそれが長い日本が 8年弱であることから、非常に長いのが、その特徴となっている。(2012年)これが後述の、BOE による量的緩和による保有国債の期間が長いことの一つの理由であり、出口政策を難しくしている理由ともなっている。

それはともかくとして、イギリスは第二次世界大戦後において、その国債残高の対 GNP 比が 2.5 倍以上の状況にあった。その後の経過としては、破滅的なインフレ（高インフレではあっても）なしに国債負担を低下させたという実績は有している。ただし、今回において金融抑圧的な手法が使用できるか否か、中央銀行のバランスシートの毀損および後述の資産買取ファシリティ（APF）の損失が財政負担となること等がどのように影響するかは不透明であるといつてよい。

II. 危機対応としての量的緩和政策と国債保有構造の変化

今次危機対応として先進諸国の中央銀行は、非伝統的・非正統的と呼ばれる金融政策・調節を採用せざるをえなくなっているが、イギリスも2009年3月以降、量的緩和政策を採用せざるをえなくなってきた。これはまず2009年の1月30日に資産買取ファシリティ（APF）をBOEの子会社として設立したことに始まる。このBOEの子会社のAPFの役割はその名の通り資産の購入を意図したものであったが当初の買取枠は500億ポンドで民間資産の購入のためのものであり、この段階では信用緩和的であったといえよう。しかもこの購入資金はTBの発行によりファイナンスされていた。TBの発行は市場からの資金吸収になるわけであり、その後に資産購入が行われたとしても資金吸収分の資金供給がなされたということである。したがって市場に与える量的な影響はニュートラルである。この体制の下で2月13日にCPが初めて購入された。

この状態が大きく変化したのは3月5日のことである。3月5日に開催された金融政策委員会（MPC）においてBOEは政策金利を0.5%に引き下げるとともにAPFによる国債購入を中心とする量的緩和政策の実施を決定した。この時点における買取基金の総枠は1500億ポンドであり、うち国債は1000億ポンド、民間資産は500億ポンドとされていた。この時点における変化としては、この買取資金のファイナンスは準備預金増によること（BOEの資産側はAPFへの貸付）とされたことである。これがBOEの措置を量的緩和と呼ぶ理由となっている。そしてそのために準備預金の付利範囲の制限（所要準備額の上下何%—平時は1%—とされてきた）はなくなり準備預金にはその額にかかわらずに付利されることとされた。これは準備預金への付利範囲があれば準備預金増（による）という量的緩和措置はとることができないからである。そしてこれ以後はかつての日銀の量的緩和政策における日銀当座預金残高も目標の引上げが追加緩和措置とされたように、BOEにおいてはAPFの購入限度額の増額が追加緩和措置として発表され、マーケットもそのようなこととして認識するよ

うなったのである。

日銀が量的緩和政策期に当座預金残高目標額を引き上げていったように、BOE も APF による資産買取額を 2009 年 8 月に 1750 億ポンドに、同年 11 月に 2000 億ポンドに増額した。そしてこの買取額増額の過程で APF は国債買取機関化せざるをえないことが明らかとなったが、興味深いのが量的緩和策の効果についての BOE による一般への説明である。量的緩和政策実施時に作成された BOE による一般向けのパンフレットでは単純なマネタリズムに則ったような説明がなされていた。

APF による資産購入限度は 2009 年 11 月以降約 2 年間凍結されたが、2011 年 10 月に 2750 億ポンドに増額され（これはキャメロン政権の緊縮財政により経済が悪化したことから、金融政策における緩和措置が要求されたものと思われる）、その後 2012 年 2 月に 3250 億ポンド、同年 7 月に 3750 億ポンドに増額された。

しかしながらかつての日銀の量的緩和政策における日銀当座預金残高目標額の増額が金融面・実体経済面でほとんど効果がなかったのと同様に、イギリスにおいてもこの間ポジティブな効果は確認されていない。何よりも当初の説明においてなされていた流動性の供給がマネーストックの増加に結び付くという事態が発生していないのである。さらにイギリスにおいては 2010 年 1 月から 2012 年 3 月の間、CPI の前年同月比の増加率がインフレーション・ターゲティングのターゲットレンジの上限である 3% を上回る状態となっていた。このような状況においては本来であれば金融引締め措置が採られてしかるべきであろうが、逆にこの間緩和措置が採られた。実体経済や銀行部門の状況を考えれば引締め措置は採りづらいことは理解できるものの、それはインフレーション・ターゲティングという枠組みのポジティブな面と思われてきたわかりやすさや裁量性の少なさといった面を後退させるものであった。

それはともかくとして APF による大量の国債購入は、危機後の大量の

国債発行の消化面では貢献することとなった。買取は主として非銀行である機関投資家（生命保険・年金基金）から行われ、これにともない国債の保有構造は大きく変化した。2012年第3四半期末においては発行国債の約3割をAPFが保有することとなっているのである。当然のことながら保有を減らしているのは機関投資家であり、一方、海外の保有割合（危機前で約3割）は変化していない。

Ⅲ. BOE・財務省連携のもとでのTB貸出による貸出増加策

この量的緩和政策であるが、これまでのところ金融・経済面でのポジティブな効果は観察されていない。マネーサプライの増加は、銀行の貸出が増加しなかったこと等から発現しなかった。制約要因はリザーブや中央銀行のバランスシートの大きさなどではなかったのである。このような状況から、BOEではAPFの資産購入限度額の増額以外の措置を導入せざるをえない状況となった。そのひとつは2011年12月に発表し、翌年6月から運用を開始した拡大タームファシリティ（ECTR）である。これは通常のオペに用いられる資産よりも幅広いABSや中小企業向け融資等についても含まれる資産を担保とする流動性供給の仕組みである。より具体的には、期間6か月、金利は政策金利プラス25ベースポイントの入札方式による資金供給であるが、このポンド流動性の供給への銀行側の需要はそれほど強くはなく、実際に札割れも発生している。

もうひとつの措置は2012年7月に創設した（8月以降運用開始）証券貸出スキーム（FLS）である。これは量的緩和すなわち流動性の供給だけでは銀行の貸出増へとながらず、マネーサプライも増加しないことから、より直接的な銀行貸出増加策を目指したものである。すなわち低金利での資金調達を行うための担保としてのTBを低い手数料で貸し出すことにより、銀行の資金調達コストを低下させることを狙いとした制度を開始

したわけである。この FLS は BOE と財務省が連携して設計した制度であり、その概要は、銀行に対し貸出増加分に相当する金額の TB を低い手数料 (0.25%) で貸し出すというものである。より具体的には、2012 年 6 月末現在の貸出残高の 5% 相当額の TB を借り受ける権利を各銀行は保有している。さらに貸出増加額分だけの TB の借入れが可能でこれについては 0.25% という手数料となっている。逆に貸出残高が減少した場合には、手数料率は漸増し 5% 減以上の場合には 1.50% の手数料が徴求されることになっている。これによりリザーブが制約要因ではなかった銀行の貸出を増加させることを目論んだわけであるが、そのポジティブな効果についても確認されていない。銀行の貸出額は一部の銀行においては多少増加しているものの、むしろ全体では減少しているのである。

インフレーション・ターゲティングの枠組みのもとで導入された BOE による量的緩和政策は、結局のところ時間軸政策・リスクプレミアムへの働きかけといった方向のものであることを BOE 自身が認めている。実は当初においてはかなり単純なマネタリスト的な説明を行っていたわけであるが、それはホームページにおいても消え、別の説明がなされている。それによると量的緩和政策の効果は、①国債の利回りを引き下げる、②国債の売却主体は他の資産を購入し、それらの価格が上昇する、③資産価格の上昇や借入コストの低下から、支出増・産出増が期待できるとしている。BOE 前総裁のキングも講演でそのような説明をしたうえで、この効果のほどは不透明であると率直に認めている。ただしこの量的緩和政策が行われなければ経済には痛みが生じたであろうと述べている。キング前総裁は流動性の供給だけでは傷ついた銀行システムは救えないことから FLS を導入したとしている。しかし銀行の資金調達コストの低下を狙いとした財務省との連携による貸出増加策もこれまでのところ効果はあげていない。あとは為替安の誘導くらいしか策はない状態となってきていると分析することが可能であろう。

おわりに：量的緩和の出口と国債市場

周知のとおり 2013 年 7 月に BOE の新総裁として前カナダ銀行総裁のカーニーが就任した。新総裁体制下の第 1 回の MPC においては、政策変更はなかったが、その議決については全会一致であったことが注目された。キング前総裁は、2 月以来 5 カ月連続で APF の買取額の 250 億ポンドの増額を主張していたが、3 対 6 で否決され続けていたからである。ここに至るまでの買取額の据置の全会一致は、おそらくは物価上昇率がレンジ内にはあるものの 3% に近い影響であろう。しかしながらカーニー総裁は、就任前に GDP ターゲティング導入をにおわせる発言をしたが、一般的にはなんらかのフォワード・ガイダンスを導入するものと思われるようである。BOE はこれまで時間軸政策、フォワード・ガイダンスを導入してこなかったが、やはり量的緩和政策は現時点では出口が近いとは思われてはいないが、出口の明示はやがて必要になると思われる。その際に、その条件をあらかじめ提示しておくことは必要となろう。

イギリスの中央銀行による国債購入・保有額は、GDP 対比で見ても保有シェアでみても国際的に見て非常に高いものである。また、その保有国債の年限も長期のものが多いという特徴を持つ。これはイギリス国債の平均的な満期が 15 年程度（アメリカは 6 年以下、日本でも 8 年以下）と非常に長いことも影響しているが、量的緩和からの出口の国債市場に与える影響が懸念されるのである。これはイギリスのみならず非伝統的・非正統的といわれる金融政策を採用せざるをえなくなっている中央銀行すべてにいえることである。2001 年から 5 年におよんだ日銀の量的緩和政策の出口は、時期に恵まれたという評価もある。綿密な市場との対話、場合によっては国際的な協調が要請されるかもしれない。それ以前に超金融緩和が新たな危機を招来する可能性も排除できないところではある。

参考文献

- King, M. [2012] *Speech* (2012.10.23), Bank of England
- Butt et al. [2012] 'What can the money data tell us about the impact of QE?'
BEQB Vol. 52. No 4.
- HM Treasury [2013] *Debt and reserves management report 2013-14*
- 梅田雅信 [2013]『超金融緩和のジレンマ』東洋経済新報社
- 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
- 翁邦雄 [2013]『金融政策のフロンティア』日本評論社
- 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 [2011a]「金融危機下のイングランド銀行金融政策」『証券経済研究』第76号
- 斉藤美彦 [2011b]「国債累積と金融システム・中央銀行」『経済研究所年報』（成城大学）第25号
- 斉藤美彦 [2013a]「量的緩和政策の日英比較」『証券経済研究』第82号
- 斉藤美彦 [2013b]「異次元緩和と資本主義の危機」『情況』5/6 合併号
- 斉藤美彦 [2013c]「イングランド銀行の量的緩和政策の評価と今後の展望」『証券レビュー』第53巻第8号

【予定討論者からのコメントと回答】

1. 代田 純氏

- ①国債管理政策とは何か。
- ②イギリスの財政赤字をどう見るか。
- ③日英における準備預金の付利をどう評価するか。

〈回答〉

- ①国債管理政策とは何かについては、財政状況を所与の条件として、そのもとで発行市場・流通市場の整備を行い、順調な発行・償還、流動性のある流通市場の形成に寄与する等のが考えられる。償還の平準化を含む満期構成の調整・管理、その他では、たとえば減債基金なども視野に入ってくるものと思われる。

- ②イギリスの財政赤字は、キャメロン政権のポリシー・ミックスの下で、漸減を続けるものと予想されている。銀行への公的資金の注入の影響は大きくはあるが、歳出削減努力の継続が、政権運営に支障をきたすようなものにならないければ、この路線が続けられるであろう。ただし、今後において金融抑圧政策がとられる可能性は否定できないように思われる。
- ③準備預金への付利については、今次危機への各国中央銀行の対応として特徴的なものと思われる。それは、2001年からの日銀の量的緩和政策の反省から来たものではと推察しているが、短期名目金利をゼロとする（これには弊害が大きい）ことなしに資金供給を行う工夫であると思われる。これは中央銀行が安全資産を供給しているわけであり、売出手形や中央銀行手形の発行と同じ意味を持つ。ということは資金吸収措置に他ならないということであり、このことをしっかりと認識すべきと考える。

2. 三谷 進氏

- ①超金融緩和が将来的にどんな矛盾や問題をもたらすと考えているか。また中央銀行の機能や役割について理論的にどう把握していくべきか。
- ②イギリスの量的緩和政策の「出口」問題について、その条件としては何をどのようなタイミングで提示することが必要になるとお考えか。
- ③日英の国債市場の構造を踏まえた場合、それが国債管理政策にどのように影響を与えているか。また日本の国債市場のあり方についてインプリケーションがあればご教示されたい。

〈回答〉

- ①超金融緩和が新たな危機を将来する可能性については無視できないと考えている。それは出口が非常に難しいことに関連している。長期金利の急上昇（国債価格の暴落）だけでなく、アメリカ初の株価の急落が懸念されると考える。
- ②イギリスの出口においては保有国債の年限が長いことから、売却損が発生することが懸念される。APFの損失は、BOEでなく財政負担とされるという取り決め

となつてはいるが（ここからBOEが債務超過となることはない制度となつてい
る）、そうであっても財政負担の影響は大きなものとなる。また、準備預金の付
利金利の上昇もBOEには負担となることが予想される。フォワード・ガイダン
スが有効に機能するとは思えず、難しい舵取りが求められるであろう。

- ③イギリスの場合、従来、国債の保有構造において機関投資家の割合が高く、それ
に対応してインデックス債（長期の割合が高い）およびコンベンショナル債も長
期の者の割合が多かった。日本の場合は、銀行中心の保有構造となつていること
が特徴であり、国債管理政策においてはこの違いが反映してきた面が強い。ただ、
現状は両国とも中央銀行の異例の金融政策からの出口における困難性が累積して
いるという点においては同様であり、これとの関連においても国債管理政策は困
難が予想される。

【一般討論での質問への回答】

○理部正義（中央大学）

銀行貸出の伸びが観察されないのになぜイギリスではインフレ率がターゲットゾ
ンを上方に外れているのか。

〈回答〉

資源価格の上昇、ポンド安の他に公共料金が日本に比べて上げやすい社会である
ことも影響していると思われる。

○足立一夫

①銀行がリスクをとって貸出をせず、安易に国債運用に頼ることは銀行の存在意義
を失わせることにならないか。金融庁の指導についてもコメントをいただきたい。

②長期金利の急騰＝国債価格の暴落は排除できないと思われるが、金融庁は銀行決
算を時価評価から原価法に変更するように指導するのか。

〈回答〉

①日本の場合金融円滑化法の終了後に金融機関のリスク負担能力が問題となる。こ

れまでのところ貸出増は大きなものではないが、超金融緩和と審査能力の衰えた民間金融機関の貸出の急増という事態が発生すれば、それはそれで新たな危機の原因となるかもしれない。

- ②日本の場合は、満期保有の債券であれば償却原価法で評価できる。しかし危機が深刻化すれば、金融当局が債券の評価方法を変更するようにすることはありうることである。また、それを避けようとしていわゆる金融抑圧措置を採用することも予想される。

○木村二郎（桃山学院大学）

- ①報告者は「財政ファイナンス」の基準をどこに求めるか。現状の日銀は「財政ファイナンス」をしていると見るかどうか、またイギリスの場合、「財政ファイナンス」については基本的に日本と同じとみているかご教示されたい。
- ②QEがどのようなメカニズムを通じて「自国通貨安という効果」を生み出しているのかご教示願いたい。

〈回答〉

- ①金利の低い国の通貨が安くなる傾向があることから、量的緩和の度合いが大きいと考えられる国の通貨が安くなるという発想が生まれ、超緩和競争になっている。しかし実際には中央銀行のバランスシートと為替相場の相関関係は怪しい。イギリスはフォワードガイダンス（失業率目標）を導入したが、ロックアウト（それを制限する）条項も明らかにしており、政策的に出口を分かりにくくしている。ただこの超金融緩和（その効果は疑わしいが）はいずれ終了しなければならず、この点の駆け引きおよびその時点における混乱が懸念される。
- ②日本、イギリスともに財政ファイナンスの状態になっていると考えられる。日本の場合は最後の規律としての「銀行券ルール」を捨て去ったことがその証拠となる。イギリスの場合は発行残高の3割保有というのはいかにも多い。ただし判断基準としては、インフレーションが懸念される状況となった時点において、売りオペ等の引締め措置をきちと採れるかどうか重要な判断基準となろう。

○片岡 尹(相愛大学)

予稿集 34 頁の「出口」に至るプロセスを説明して欲しい。報告から「出口」が来るようには思えないが、どのような時に「出口」が見つかるのか。

〈回答〉

①「出口」は景気が回復し、金融機関の経営不安がなくなった場合であるが、その際にもかつての日銀のような操作目標の変更と国債の満期償還の組み合わせというわけにはいかない。手段は売却損を伴う国債売却か保有したままの準備預金の付利金利の引上げであるが、ともに中央銀行の損失（イギリスの場合は前者は財政赤字の拡大）となる。これを避けようとしてインフレーションが進行するのにもかかわらず金利を抑え込む（国債価格支持）としたら、それは明白な「金融抑圧」政策の採用ということとなる。

○小林真之(北海学園大学)

- ①量的緩和と政策の前提条件が準備預金への付利であるとすれば、現状は「ゼロ金利政策」と言えないという解釈で良いのか。
- ②準備預金への付利の限界（国債オベの限界）はどのようにして生ずるとお考えか。
- ③英米など先進国の「ゼロ金利政策」＝「量的緩和と政策」は世界的金融危機への事後的対策として位置づけて良いか。
- ④リーマンショックから5年以上経過している現在も依然「ゼロ金利政策」が継続している世界的・経済的背景についてご教示願いたい。

〈回答〉

- ①現状は「実質ゼロ金利政策」ではあるが、「真のゼロ金利政策」ではないと見てよいと思われる。
- ②大量の国債保有の一方で準備預金金利の引上げが不可避のような状況になれば、中央銀行の財務は極端に悪化し、債務超過となってしまう。もっともイギリスの場合は APF の損失は財政負担となってしまう。
- ③現時点においても異例の超金融緩和措置が採られているのは、そのことが危機が

終息していないことの証拠である。アングロ＝サクソンの中央銀行はデフレへの警戒感が強いことから、当面の副作用が強くないのであれば大胆な措置をとるべきであるとの考えであるようである。そして大して効果もない措置を「あるある」としていることが世界を混乱させている。そしてそれが出口政策を難しくし、その時点の混乱が憂慮されるような事態となっている。

- ④準備預金への付利は、資金吸収措置であり、それをやっている中央銀行は資産購入（資金供給）の一方で資金吸収を行っているのである。これは名目金利をゼロとすることが短期金融市場に非常に大きな悪影響を及ぼすからである。その意味でイギリスも日本もアメリカも「実質ゼロ金利政策」を採っているのであり（イギリスはやや高いが）、「ゼロ金利政策」を採っているわけではない。ただその限界は考えなければならない。準備預金への付利水準が低い一方で巨額の資産購入を中央銀行が行う場合（民間銀行の資産には低金利の準備預金が積みあがる）、それにどこまで民間銀行が耐えられるかということである。その際に、ポートフォリオ・リバランスが強制されることになり、民間銀行の資産の質が悪化してしまうようなことになれば、それは新たな危機の原因となる。

○森田京平（パークレイズ証券）

高齢化社会では、労働供給の減少を通じて失業率が実際の景気より低下して現れると思われるが、そのような場合に金融政策の政策目標として失業率を考慮することは妥当と言えるか。

〈回答〉

ご指摘の点のほかにも長期失業者が職探しをしないことから失業率は上昇せず労働参加率が低下するという問題もある。近い将来において、失業率目標の矛盾が表面化するのではないか。

部会活動報告

[北海道部会]

日 時 2013年8月10日 14:00～
場 所 北海学園大学会議室
報 告 者 ①神崎稔章氏（小樽商科大学）
論 題 「地際収支と地域金融」
報 告 者 ②紺井博則氏（國學院大學）
論 題 「08年世界金融・経済危機の性格規定を巡って」

[関東部会]

日 時 2014年1月26日 13:30～
場 所 拓殖大学文京キャンパス国際教育会館
報 告 者 ①清水良樹氏（東京富士大学）
論 題 「リフレ論の検討」
報 告 者 ②足立一夫氏（元・三菱東京UFJ信託銀行）
論 題 「信用金庫・信用組合の生き残り策は合併しかないのかー堀江教授の所説によせてー」

[関西部会]

日 時 2014年3月19日 13:30～
場 所 大阪市立大学商学部会議室
報 告 者 ①木村秀史氏（島根県立大学）
論 題 「ユーロ危機における対外債務的視点の重要性」
報 告 者 ②川本明人氏（広島修道大学）
論 題 「ニュージーランドの金融と多国籍銀行の活動」

〔西日本部会〕

日 時 2014年3月16日 13:30～
場 所 九州大学経済学部（箱崎文系キャンパス）
報 告 者 平岡賢司氏（熊本学園大学）
論 題 「再建金本位制と世界大恐慌」
討 論 者 前田 淳氏（北九州市立大）

学会事務局報告

2013年度 春季大会（大東文化大学）

会場となった大東文化会館・ホールは、東武東上線の東武練馬駅を出てすぐのアクセスのよい場所でした。建物はモダンかつ瀟洒で、このような快適な環境の大会に参加できることに、まず感動しました。

大会への参加者数は約70名でした。大会テーマは、「現代の財政・金融危機と中央銀行—『量的緩和』、インフレ・デフレの再検討—」でした。日本銀行による量的・質的緩和政策を軸に、各報告者は現代の金融緩和政策が孕む様々な問題や矛盾点を鋭く抉り出していました。信研らしい、活発で緻密な議論が続いたことが印象的でした。

懇親会には約40名の参加がありました。参加した会員一同、健啖で、飲酒も盛んでした。昼に語り尽くせなかった内容も含めて、活発かつ和気あいあいとした懇親会でした。

開催校の会員が一人という状況で、こうした大会を準備・運営していただいたことに、会員一同、敬服し感謝しています。会員数が減少していることから、今後の大会の開催においては、部会の会員の協働を得られるような体制作りが望ましいのでは、との改善案も出されています。

2013年度 秋季大会（名城大学）

会場は、名城大学天白キャンパス共通講義棟北N102教室、大会テーマは、「国債発行残高巨額化の影響と国債管理政策—日本における実情と諸外国からの示唆—」でした。

大会参加は39名と、春の大会に比べれば少なめでしたが、日本とイギリスの国債管理政策を比較検討しつつ、多くの情報が盛り込まれた報告、それに対する活発な質疑応答が展開されました。世界に類をみない巨額にのぼる国債の累積をみせている日本は、これからどうなるのか、さらに、

こうした問題を信用理論ではどのように分析すれば良いのか、などについて高い関心を会員が持っていることがうかがわれました。

懇親会では、名城大学名誉教授の佐々木仁先生の乾杯の音頭の下、終始、なごやかな雰囲気でした。開催校のおもてなしにより、「魔王」や「百年の孤独」を初めとする立派な焼酎4本などが用意されていましたが、またたく間に空になっていました。

名古屋大学と名城大学との共同開催ということもあり、両大学の会員が協力し合いながら、効率よく役割分担を決めて準備・運営されたと聞き及んでいます。開催校の皆様、大変お疲れ様でした。

会員著書・論文目録（2013年）

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行月
秋山 誠一	『国際経済論』	桜井書店	4月
掛下 達郎	「サブプライム危機下の米系大手金融機関：彼らの収益構造は変化したのか？」 「マネーセンターバンクとは何か？ 1つの試論」	信用理論研究会 『信用理論研究』 第31号 名城大学『名城論叢』 第13巻第4号	6月 3月
金井 雄一	「ヨーロッパ決済同盟 (EPU) とポンド交換性回復 (1)」 「ヨーロッパ決済同盟 (EPU) とポンド交換性回復 (2)」	名古屋大学『経済科学』第60巻第4号 名古屋大学『経済科学』第61巻第1号	3月 6月
木村 秀史	「ユーロ危機の構造—域内經常収支不均衡の視点から—」	島根県立大学『総合政策論叢』26号	3月
清田 匡	「銀行の役割としての協同と連合化」(太田雅晴編著『イノベーションで創る持続可能な社会』pp.139-152)	中央経済社	11月
高田太久吉 編著	『現代資本主義とマルクス経済学』	新日本出版社	12月
建部 正義	『21世紀型世界経済危機と金融政策』	新日本出版社	5月
鳥谷 一生・ 松浦 一悦 編著	『グローバル金融資本主義のゆくえ』	ミネルヴァ書房	4月
前田真一郎	「消費者信用とファイナンス・カンパニーの登場」	名城大学『名城論叢』 第13巻第4号	3月
前田 直哉	「いわゆるドル危機について」 書評：金井雄一『ポンドの苦闘 金本位制とは何だったのか』(名大出版会) 書評：岡本恵也・楊枝嗣朗著『なぜドル本位制は終わらないのか』(文真堂)	ノースアジア大学 『経済論集』第10号 ノースアジア大学 『経済論集』第10号	2012年3月 2012年3月
	「国際銀行主義に関する一考察」	ノースアジア大学 『経済論集』	3月
由利 宗之	「戦中期銀行合同過程における神戸銀行の店舗展開(後編) 一店舗網競争状況から窺われる 『余りにも濃厚な地域限定性という矛盾—』 「業域・職域信組の近年の業況」	日本金融学会『金融経済研究』第34号 中京大学『総合政策論叢』第4号 『月刊 金融ジャーナル』第54巻8号	2012年4月 3月 8月

信用理論研究 第 32 号

2014 年 5 月発行

発行者	信用理論研究学会
発行所	信用理論研究学会
〒802-8577	北九州市小倉南区北方 4-2-1 北九州市立大学経済学部 前田 淳研究室 TEL 06 (6605) 2221
印刷所	株式会社 信利
〒545-0001	大阪市阿倍野区天王寺町北 2-4-16 TEL 06 (6713) 1833
