



金属労協政策レポート

全日本金属産業労働組合協議会（金属労協 / IMF-JC）
 〒104-0028 東京都中央区八重洲2-6-21 三徳八重洲ビル4階
 TEL 03-3274-2461 FAX 03-3274-2476 URL <http://www.imf-jc.or.jp>
 編集兼発行人 阿島 征夫

No.1 2001.4.2

< 解説 >

ようやく実現した量的金融緩和政策への転換

3月19日、日銀は金融政策の操作目標を、従来の無担保コールレート（オーバーナイト物）から日銀当座預金残高に変更し、これを5兆円程度に増やすことを決定するとともに、これによってマネタリーベースの前年比伸び率が7%程度に高まる見込みであることを明らかにしました。

金属労協は95年以来、一貫して日銀による量的金融緩和の必要性を主張してきましたが、目標とするマネタリーベースの伸び率は未だ不十分なものの、ようやく政策転換が実現することとなりました。しかしながら量的緩和については、一部に誤解なども見られ、必ずしも国民的な理解が進んでいるとはいえない状況にあります。本稿ではそのような論点を中心に、景気の本格的な回復に向けた量的金融緩和の持つ意味を整理していきたいと考えます。

3月19日における日銀の政策転換の内容

日銀は2001年3月19日、政策委員会・金融政策決定会合を開催し、「日本銀行は、内外の中央銀行の歴史に例のない低金利政策を継続し、潤沢な資金供給を行ってきた。それにもかかわらず、日本経済は持続的な成長軌道に復するに至らず、ここにきて、再び経済情勢の悪化に見舞われるという困難な局面に立ち至った」との情勢認識に立って、

金融市場調節の主たる操作目標を、これまでの無担保コールレート（オーバーナイト物）から、日本銀行当座預金残高に変更する。

新しい金融調節方式は、消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで、継続する。

当面、日銀当座預金残高を4兆円から1兆円程度積み増して5兆円程度に増額する。

日銀当座預金を円滑に供給するため、長期国債の買い入れを増額する。

ことを決定しました。これによって、

マネタリーベースの前年比伸び率は、最近の約3%（2月）から、半年後には7%程度に高まるものと見込まれる。

ことを明らかにしています。

政策金利から量的コントロールへの転換

日銀のような中央銀行は、金融政策の実行に際して、政策手段、中間目標、最終目標という3点を明らかにするのが通例です。日銀はこれまで、

政策手段 … 政策金利（コールレート、公定歩合）の変更

中間目標 … なし

最終目標 … インフレなき持続的な成長経路への移行

というスタンスで政策展開を行ってきました。これを今回、

政策手段 … 国債の売買を通じた日銀当座預金残高のコントロール

中間目標 … マネタリーベースの伸び率

最終目標 … 物価の継続的な下落の防止と持続的な経済成長のための基盤整備

に転換することになったわけです。すなわち、「政策金利中心の金融コントロール」から「マネタリーベースを中間目標とした量的コントロール」へというのが、今回の政策転換の柱です。

日銀は今回の政策転換について、「通常では行われぬような、思い切った金融緩和」と主張、一部新聞にも「新奇な政策」などと報道されました。しかしながら、こうした金融政策は「新奇」でもないし、水準的にも「思い切った金融緩和」ではありません。日銀の新しい政策手段、中間目標、最終目標は、EUの中央銀行である欧州中央銀行とかなり似ています。ただ日銀は、これまで量的コントロールは非現実的として拒否し続けてきましたので、そうしたスタンスを根本的に改めたという点では「思い切った政策転換」といえます。

量的コントロールとは何か

「量的コントロール」自体は、ごくふつうの金融政策の手法です。一般的な経済学の教科書では（あるいは高校の政治・経済の教科書でもそうですが）、金融政策の手段は「公開市場操作、法定預金準備率操作、公定歩合の変更」の3つがあるとされているはずですが、このうち前の2つが直接的な量的コントロールの手段です。

日銀が銀行から国債を購入すれば、銀行は国債を売って得た資金を企業に貸し出すことができます。貸し出された資金は誰かの預金となって銀行に帰ってきますから、銀行は再びそれを貸し出すことができます。これが「預金の自己増殖メカニズム」であり、日銀の国債購入という量的コントロールが需要（名目GDP）の拡大に波及する経路です。名目GDPは日本全体の総額人件費（賃金×雇用）にも大きな影響を与えますので、量的コントロールは雇用にも賃金にも波及するといえます。

なおマネタリーベースとは、「家計・企業・銀行が保有する現金」と「銀行が日銀に保有する当座預金」の総額のことです。銀行は預かった預金をすべて貸し出すことはできないことになっており、預金の一部を払い出しの準備（預金準備）のため、手許および日銀に当座預金として、確保しておかなければなりません。逆にいうと、銀行は

$(\text{銀行が保有する現金} + \text{銀行が日銀に保有する当座預金}) \div \text{法定預金準備率}$

だけ貸し出しを行うことができますので、日銀が銀行から国債を購入して、マネタリーベースの一部である「銀行が保有する現金 + 銀行が日銀に保有する当座預金」が増加すれば、銀行の貸し出しが増えるということになります。

一方、公定歩合やコールレートなど政策金利は、かつて規制金利の時代には、貸出金利や預金金利が自動的に連動し、投資や消費にある程度の影響を与えていました。しかしながら金利が自由化された現在では、そうした直接的な効果はさらに弱くなっており、主たる役割は中央銀行の政策意図を伝えるための「アナウンス効果」ととらえられています。

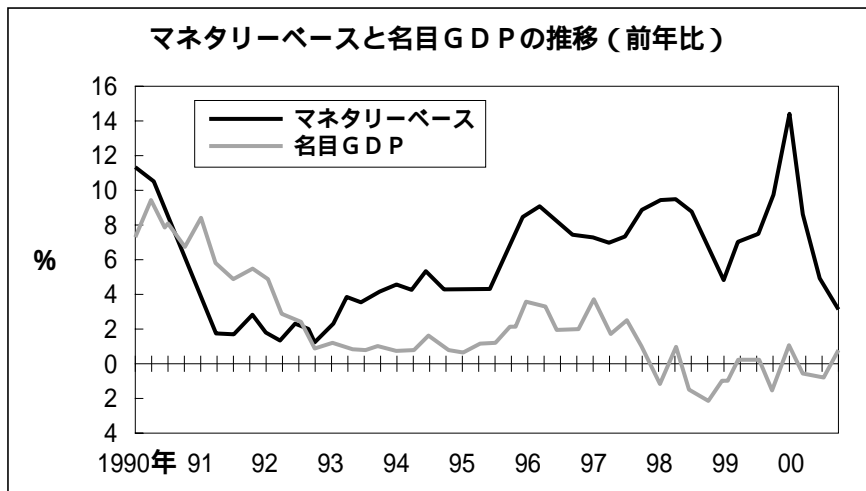
こうしたことから、日銀が政策金利中心の金融コントロールから量的コントロールに転換したということは、むしろ本来の教科書どおりの姿に戻ったということでもあります。

これまでの日銀金融政策は理論と乖離

さてこれまで、日銀は中央銀行がマネタリーベースをコントロールすることはできないと主張、量的コントロールを非現実的として否定してきました。経済学の教科書には、「中央銀行が直接コントロールできる貨幣量のことをマネタリーベースと呼んでいます」などと書いてあるわけですから、これと真っ向から対立する日銀の主張は、「天動説を信じていた者が地動説を受け入れるくらいショックなもの」「私たちは金融政策の手段を持っておりません、と告白するに等しい自殺行為」と評されるほど違和感のあるものであり、大きな謎となっていました。

そしてもうひとつの謎は、日銀が単にマネタリーベースをコントロールできないと主張するのみならず、日銀の超低金利政策とマネタリーベースの動きが逆行しているということでした。

日銀が政策金利を引き下げたのは91年7月からであり、98年9月以降はさらに一段の超低金利政策（コールレート誘導目標を0.25%に）がとられたわけですが、マネタリーベースの伸び率は、むしろこれらの時期以降、鈍化に向かっています。



資料出所：日銀、内閣府資料よりJC政策局で作成。

岩田・クルーグマン両教授による問題提起

上智大学の岩田規久男教授（当時）は92年9月、週刊東洋経済誌上において、「日銀理論を放棄せよ」と題する論文を発表、マネタリーベースをコントロールできないとする日銀の主張を論破し、政策金利とマネタリーベースの逆行を厳しく批判、ここに岩田・翁（翁邦雄・日本銀行調査統計局企画調査課長 - 当時）論争の幕が切って落とされました。98年には、ポール＝クルーグマン・マサチューセッツ工科大学教授が「日本がはまった罠」と題する文章を発表、日本経済を拡大させるためには、日銀がマネタリーベースを拡大し、インフレ期待を作り出して実質金利を下げるしかない、とするインフレ・ターゲティング論を展開しました。

一部に見られた量的コントロールに対する誤解

クルーグマン教授のインフレ・ターゲティング論をきっかけとして、内外の経済学者が続々とマネタリーベースの拡大を主張するようになりましたが、一方で、さまざまな誤解や俗説から、これに反対する意見も見ら

れました。

例えば基本的な誤解としては、いくら超低金利を続けても景気は回復しないのだから、金融政策など無力だというものがありません。しかしながら、量的金融緩和が行われなければ、いくら超低金利を続けても景気が回復しないのは当然です。99年末から2000年初にかけて、日銀はコンピューターの2000年問題対応のため、一時マネタリーベースを大幅に拡大させましたが、これにより2000年前半には顕著な景気回復傾向が見られ、まさに量的金融緩和の有効性が実証されることとなりました。

またデフレ（物価水準の継続的下落）状態が続いていることに対して、経済のグローバル化に伴う商品価格の低下によるものだから「よいデフレ」であるとの主張があります。しかしながら、個別の商品価格の低下は、グローバル経済のなかで世界共通の現象ですが、デフレ状態にあるのは主要先進国ではわが国だけであり、グローバル経済化だけでデフレを説明することはできません。

結局こうした見方は、個別の商品価格の低下と全体的な物価水準の下落とを混同しているのです。たとえばある商品Aの価格が低下した場合、Aの価格低下は短期的には消費者物価指数を下落させるかもしれませんが、消費意欲（需要）があれば、家計はそれで浮いた分、Aの購入量を増やしたり、別の商品Bを購入したりするので、AやBに対する価格の押し上げ要因となり、結局物価水準全体としては変化しないことになるはずで、デフレは需要不足によるものにほかならず、マネタリーベースの拡大によって需要が高まれば解消されることとなります。ちなみに、公共投資の拡大で需要不足を解消しようとしても、マネタリーベースの拡大がなければ、公共投資の分だけ民間需要が減少してしまいますから、需要は全体としては拡大しないということになります。

量的コントロールそのものに対する誤解としては、日銀がいくら量的金融緩和を行っても、不況下では借り手がいない、というものがありません。しかしながら、借り手がいないのならそもそも「貸し渋り」「貸し剥がし」などということはいくらでも起こるわけですから、これも誤りであったといえます。90年と2000年とを比べてみると、政府系金融機関（住宅金融公庫を除く）の融資残高が1.8倍に達していることも、借り手がいないわけではない、ということを示しています。これからは間接金融よりも直接金融だという指摘もありますが、その対象となるのは何百万社という法人企業のなかで公開企業、ベンチャー企業など一部にすぎず、間接金融の重要性が失われることはありません。

また日銀が銀行から国債を購入してマネタリーベースを拡大しても、銀行はその資金をまた国債運用に回してしまうから貸し出しに結びつかない、という見方もありません。しかしながら、国債は無尽蔵に湧き出てくるわけではありませんから、日銀に吸収された分は市中から消え去り、そのかわりに現金が市中に撒かれるということになります。

これらの誤解は、結局、「通常の教科書的な経済学をあてはまる状況ではない」という言葉に集約されます。しかしながら、「通常の教科書的な経済学」の処方箋すら実行されず、むしろ逆行する政策がとられていて、問題が解決するはずがないのです。

90年代日銀金融政策の解釈

「日銀はなぜ量的コントロールを否定するのか」「金利とマネタリーベースはなぜ逆行したのか」というふたつの謎に関しては、日銀が見かけ上の金融政策と、本当の金融政策とを使い分けていると理解すれば、きわめて合理的な説明ができます。すなわち、

バブルにまみれた産業は、わが国のなかで、もともと生産性の低い分野であったが、バブルによってそのひずみがますます増幅された。量的な金融引き締めを継続することにより、そうした産業の整理・合理化を促し、わが国経済の構造改革を果たす。

量的金融引き締めを継続することは、政治的な圧力を受けやすく、構造改革が終了するまで堅持し続けることはきわめて困難である。そのような圧力を弱めるために、政策金利については超低水準に引き下げておく。

ということであります。

前述したように、政策金利の役割は「アナウンス効果」ですから、本来の政策意図をカモフラージュするためにも、この「アナウンス効果」を用いることができるわけです。アメリカではかつてマネーサプライを中間目標としていましたが、金融緩和への政策転換をカモフラージュするため、82年10月にこれはずしてしまいました。日銀もかつては、「マネーサプライの安定的コントロールは金融政策の重要な目標」としていましたが、90年1月にマネーサプライを中間目標からはずしており、きわめて注目される一致といえます。（なお、マネーサプライとは市中にある現金と預金の総額のこと、日銀によるマネタリーベース供給によって、預金が自己増殖した結果の数値です。この当時、日銀はマネタリーベースのデータを公表しておらず、マネーサプライを目標値としていました）

日銀総裁だった三重野康氏は在任中、「引締め・緩和を問わず、私どもが一貫して追求してきた目標は、80年代後半の経済の行過ぎをきちんと整理し、新たな発展のための基盤を作り直すことである」と繰り返し発言しています。そして「金融政策の運営にあたっては、これによって影響を受ける方々の痛みは十分認識したうえで、やはり中長期的に見た経済活動全体の安定化に焦点を合わせなければならない」、「往々にしてそのような金融政策は、国民に不人気なものである」が、「私どもは私どもの物差しを替えるべきではない」（三重野康『日本経済と中央銀行』東洋経済新報社1995年）と主張しており、このような発言も、日銀は実は量的金融引き締めを続けてきた、という先の解釈を裏づけるものとなっています。

なお、三重野総裁にかわって松下総裁が就任したのは94年の12月ですが、この10カ月後（95年10月）以降、マネタリーベースの伸び率が顕著に高まっており、一方、松下総裁の退任（98年3月）の8カ月後（98年11月）以降、マネタリーベースの伸び率が鈍化していることは注目されます。

さらに93年5月には、日本信用調査という出版社から、井上準之助（第9代・第11代日銀総裁、浜口内閣蔵相）の講演記録「いま学ぶべき井上準之助の景況感」という本が出版されましたが、井上準之助は大正9年以降の恐慌への対応を振り返り、

日銀としては、一般的な金融の救済、すなわち故障した機械にバケツで油をかけるような通貨の供給はしないという方針で臨んできた。

経済界の整理は言語道断といえるほど進んでいない。賃金を下げ、工場を縮小し、時代に応じて立ち行くように思い切って整理をしなくてはならない。

と述べています。日本信用調査（現・ときわ総合サービス）は日銀専門の出版社ですから、「井上準之助に学ぶべき」と主張しているのは、まさに日銀にほかなりません。

進まなかったバブルの後始末

しかしながら現実には、量的金融引き締めは構造改革をむしろ遅らせる結果となりました。バブルにまみれた産業の整理・合理化は進まず、かえって、不況対策として公共投資が大幅拡大されたり、規制の整理・撤廃が中止されたりしたことによって、低生産性分野が温存される状況になってしまいました。先行きの見通しが立たないわけですから、バブルにまみれた産業や企業では、根本的な後始末を先送りして、とりあえず行けるところまで行こう、という姿勢になってもやむをえません。

金融機関が抱える不良債権も、担保物件が、公示地価などで設定した担保価値に比べて二束三文でしか売れ

ないので、最終処理ができないという状況にあります。かといって間接処理をして引当を積んでいても、担保価値がさらに下がるので、再び引当の積み増しが必要になる、という泥沼に陥っています。

金融政策が無力であるという主張の論拠のひとつに、不良債権が銀行の自己資本を劣化させ、貸し出し能力を低下させているという見方があります。しかしながら90年代を振り返ってみると、製造業に対する貸し出しが低迷する一方、建設業や不動産業に対する貸し出しは98年まで拡大しており、健全な企業に対する貸し出し低迷の原因は、銀行の自己資本よりも問題企業に対する追い貸しであった、との指摘（河野竜太郎「企業破たん先送りと決別」日本経済新聞経済教室2001年2月8日）があります。速水日銀総裁も、2001年3月21日の記者会見において、「(銀行の)自己資本比率は、今までのBIS規制でいくと、かなり高い水準にあると思う」と指摘しています。

今後の政策課題

このように量的金融引き締めは、バブルの後始末という点では、あたかもイソップ童話の「北風」のような結果をもたらしてきました。外套を脱がせようとしていくら北風を吹きつけても、旅人は固く外套を身にまとって耐えるばかりでした。そうこうするうちに、森内閣成立後、一貫して株価は下落を続け、2000年末以降にはアメリカ経済の変調ともあいまって、ついに日経平均株価がわが国経済の危険ラインといわれる12,000円を割り込むところまでいってしまったわけであり、

量的金融緩和は、わが国経済をこのような閉塞状況から脱出させる可能性を持った「太陽政策」であるといえます。とりわけ不良債権の最終処理については、不良債権の保有期間制限など直接的な促進策が検討されているようですが、量的金融緩和は最終処理の環境づくりという点で、きわめて重要な意味を持ちます。また最終処理によって、当該の産業・企業では整理・合理化が避けられないわけであり、わが国全体としての雇用吸収力を高めるといっても、量的金融緩和は重要です。

しかしながら、日銀の目標としている7%程度のマネタリーベースの伸び率で十分かどうかはきわめて疑問です。日銀の発表では、緩和前(2月)の伸び率を約3%としているので、7%は大幅拡大のように見えますが、2月の伸び率は、2000年問題対応で前年同月のマネタリーベースが高水準だったため特別に小さいのであって、最近の伸び率はおおむね5~6%で推移していました。ですから7%というのは、1ポイント強の、むしろ小幅な拡大にすぎません。

99年度の経済白書では、「インフレなき安定的経済成長」に必要なマネタリーベースの伸び率を試算していますが、これによると、必要なマネタリーベースの伸び率は、99年第1四半期時点で9.7%とされており、その後のマネタリーベースと名目GDPとの関係からしても、やはり7%では力不足と判断せざるをえません。

今回の量的金融緩和は、決してこれで「打ち止め」でも「弾が尽きた」わけでもなく、今後の実体経済の動向を注視するなかで、場合によっては、マネタリーベースの伸び率目標を8~10%程度に引き上げるなど、機動的な対応が行われるべきであります。

なお量的金融緩和に際しては、目的と手段が逆になり、「国債を償還するために日銀が通貨を発行する」とか、「国債を発行するために通貨を発行する」ということにならないよう十分に注意すべきです。こうした状況に陥れば、政府の財政規律は完全に失われ、ハイパーインフレ(狂乱インフレ)への道を開くこととなります。とりわけ日銀による新発国債の直接引き受け(市中を通さずに日銀が政府から直接買ってもらうこと)は絶対に避けなければなりません。むしろ量的金融緩和の実行とあわせて、財政再建への道筋を一刻も早く明確にしていくことが不可欠であるといえます。