

## 近年における金融分野の基調的な変化

### —回顧：2000 年を前後する最近の 20 年間における 日米欧の金融監督・規制と金融政策の 変化に関する比較分析—

北村 歳治<sup>†</sup>

#### Basic Developments in Financial Fields during the Recent Vicennial Period

#### —A Comparative Review of Financial Regulations and Monetary Policies in Major Economies around the 2000s—

Toshiharu Kitamura

This paper intends to undertake a comparative review of the basic trends of financial regulations and financial policies around the 2000s.

Following some arguments to the underlying changes in financial fields, Part I focuses on (i) financial regulation (both institutional and regulatory aspects of financial business and performance), (ii) major financial policies (interest rate, money supply/stock, inflation target), and (iii) relation between monetary and fiscal policies.

Part II discusses in some detail the problems of the most recent monetary policies in the US, EU, UK and Japan. Part II also discusses mixed analytical views on the deflationary process of Japan's economy and nature of the most recent bold monetary policy adopted by the Bank of Japan in comparison with other major central banks (FRB, BOE, and ECB).

This paper is essentially a summary of my English/Japanese lectures of "financial economics," based on my regulatory and academic experiences for the last quarter century around the 2000s (between the 1990s and early 2010s), at the Ministry of Finance (until 1999) and the Public Interest Oversight Board (between 2007 and 2014) as well as at Graduate School of Global Information and Telecommunication Studies and Asia-Pacific Studies, Waseda University (between 2000 and 2014). Financial regulations and monetary policies are so technical that one paper is not good enough at all but, to round off my public assignments, I would like to bring my understandings of the recent financial developments in a short essay, which may make basic developments stand out over the century quarter period.

#### はじめに

本ペーパーは、早稲田大学で「金融経済論」を14年余にわたって講義してきた内容を、2010年代初めに議論となった金融経済の諸問題に焦点が当たるようにしてまとめたものである。「学」ではな

---

<sup>†</sup>早稲田大学国際学術院（アジア太平洋研究科）教授、公益監視委員会ボードメンバー

く「論」としてきたのは、金融経済論議においては、どこまでが経済理論として議論できるのか、どこからが経験則・体験的な議論となるのかという点が判然としない場合が多いからである (would-be science of financial economics)。いずれにしても、2000年以前の大蔵省における金融分野の監督・調査、2007年から2014年までの公益監視委員会<sup>1</sup>における会計監査基準問題の監視、そして2000年以降の早稲田大学における調査・研究等の経験を踏まえ、1990年代後半からの金融経済に係るトピックを取り上げている。

2000年代に入ってから金融資本市場<sup>2</sup>を巡る金融環境は、伝統的な金融のテキストブックが役立たないほどの変化を示してきた。しかもそれが加速している。新しい金融の教科書がすぐに古いものに化す、という具合である。一般に、金融環境は、異なる時代・時期の金融におけるエトスに支配されると同時に、金融制度・業務規制という監督・検査を中心とする金融行政の要素と金利・マネーサプライという金融政策の要素によって大きく影響を受ける。単純化を恐れずに言えば、主要国では、金融制度・業務規制は市場を把握し切れず振子のように左右に触れてきた。第一次石油危機(1973年)頃に20%のインフレに対処できなかった金融政策は、その後インフレ抑制を優先課題として展開され、ようやく1980年代に物価安定をもたらしたが、その後も新たな問題に直面している。

金融環境は、市場関係は刻一刻変化し1年たてば雰囲気は相当変わる。近年のような速い動きの中では、業務規制は3~4年を待たなくてもその見直しが必要になる。制度は、短中期ではあまり変わらないように見えるが地盤は少しずつシフトしており、10年前後になると制度の見直しを迫ってくる。

日本では、2つのコクサイ化(国債と国際)を背景に、1980年代頃から業務規制・金融制度の緩和と見直しが顕著に進み、1980年代後半には豊富な資金を背景に内外の金融活動の活発化が著しく進み、同時にバブルも醸成された。その後、1990年代から2000年代にかけてバブル破綻とそれに続く経済の混迷がもたらされ、それに対処するとともに、業務規制・金融制度の見直しの取組みも同時並行的に進められた。この間に日本の金融を取り巻くエトスは大きく変化した。2008年のリーマン・ブラザーズの破綻後5年経過した2014年の段階では、内外ともに異例な金融緩和と政策の位置づけを巡る議論が混迷を続ける中で、日本は、落ち着いた雰囲気の中で監督規制の対応が坦々と進められているが、米欧ではようやく監督規制の見直しに目処がつき忙しい対応が続いている。ギリシャ問題等の難題を抱えたEUの金融制度改革は、4年をかけて2014年4月によりやく一息つける段階に到達したばかりである。その間に、国際的なレベルでも金融を取り巻くエトスも大きく変化しつつある。

金融資本市場の動きは、市場プレーヤーの活動のみならずその背後で金融政策担当者と監督当局関係者のアヒルの水かきのような絶え間ないモニター・監視と対応の努力がある。その情報は、従来あまり表に出てこなかった。近年では「透明性」が重視されさまざまな情報が公開されるようになったが、それでも限界がある。そういう中で、金融資本市場の細やかな動向とそれがもたらす大小さまざまな影響をまとめて論じることは容易ではなく、しかも筆者の見聞を超える情報がますます増大して

<sup>1</sup> 公益監視委員会(PIOB)は、2005年にスタートし、IOSCO(証券監督者国際機構)、BCBS(バーゼル銀行監督委員会)、IAIS(保険監督者国際機構)、世銀、EC等から推薦された10人のボード・メンバーが国際監査基準の設定問題を中心に意見交換を行なっている。PIOBの活動には、この他、FSB(金融安定理事会)、IFIAR(監査監督機関国際フォーラム)も関与している。筆者は、IOSCOの推薦を受けて、PIOBのボード・メンバーとなった。

<sup>2</sup> 本ペーパーでは、金融市場は主にインターバンクの短期資金市場を、資本市場は債券・株式による資金調達のためのプライマリー市場を中心にその流通のセカンダリー市場を含めることとする。

いることを考えると、氷山の一角に過ぎない経験と知識でこのようなペーパーを提示することに忸怩たるものを感じる。しかし、筆者自身の記録の目的も兼ね、汗顔の至りとなることを覚悟の上で、書き記す次第である。

以下では、まず、パートⅠ。「金融環境に変化」で金融におけるエトスの変化、金融制度・業務規制の動き、金融政策の推移の概略、次いで、金融と財政の関係に触れ、その後、パートⅡ。「2000年代に入って展開された新たな金融政策」で近時の金融政策の問題点を論じることにしたい<sup>3</sup>。なお、金融を巡る議論は、ファッション界以上に造語が盛んであり、用語法如何で理解あるいはコミュニケーションが難しくなる場合が多い。本ペーパーでは、テクニカルターム、社会批評等を、極力、脚注に落とすことにしたため、脚注の量が思いのほか増大したことをご了解願いたい。

本ペーパーの構成は、上記のはじめにの後、以下の通りである。

## I. 金融環境の変化

### 1-1. 主要経済諸国の金融におけるエトスの変化

### 1-2. 金融制度・監督の推移

#### 1-2-1. 金融に独特な業務分離・相互乗入れの問題

#### 1-2-2. 2008年の国際的な金融危機（GFC）後の対応

#### 1-2-3. 監督・規制の構造

#### 1-2-4. 欧州中央銀行（ECB）

### 1-3. 金融政策の推移

### 1-4. 金融と財政

## II. 2000年代に入って展開された新たな金融政策

### 2-1. 量的緩和（QE）政策の背景

#### 2-1-1. 主要国における量的緩和政策

#### 2-1-2. 非伝統的な金融政策としての量的緩和政策

### 2-2. 量的緩和政策の展開

#### 2-2-1. 量的緩和の政策的な位置づけ

#### 2-2-2. 嚆矢としての日本

#### 2-2-3. 米国の量的緩和政策

#### 2-2-4. 英国における量的緩和政策

---

<sup>3</sup> 本稿では銀行を中心とした金融セクターの問題を取り上げる。銀行以外には、証券・信託・保険・資産運用業務があり、また、債券・株式市場、さらには住宅抵当貸付機関（米の連邦住宅抵当公社 FNMA 〈Fannie Mae〉、FHLMC 〈Freddie Mac〉等）あるいはシャドウ・バンキングがこの範疇に入る。

金融制度は、広義には、中央銀行と民間銀行の制度化（あるいは、かつての社会主義圏のような単一銀行制度〈中央銀行が商業銀行等を兼務〉）、公的金融機関、中小金融・地域金融、金融資本市場（債券・株式等による資金調達、流通取引、インターバンク市場等）、金融機関の組織形態・業務内容、先進諸国に共通となっている金融（conventional finance）とイスラム金融の調整等を含む幅広い側面をカバーする。しかし、本ペーパーでは、民間銀行が制度化されそのシステムの安定化が前提とされる中で、銀行業務の在り方を中心とする法令規制がどうなっているかという狭義の定義に焦点を当てる。その内容は、主に業務規制と健全性確保が中心となる。

- 2-2-5. ユーロ圏にける量的緩和政策
  - 2-3. 量的緩和政策の背後にあるデフレ問題の認識
    - 2-3-1. デフレーション
    - 2-3-2. 日本のデフレに対する解釈
    - 2-3-3. 日本の量的緩和政策に対する懐疑と批判
- おわりに

## I. 金融環境の変化

### 1-1. 主要経済諸国の金融におけるエトスの変化

これまでの20年間だけを振り返ってみても、金融資産が急激に増大した。このような膨大な金融資産を背景に、溢れんばかりの金融経済の情報が市場を駆け巡り、また、ICTを駆使した技法で瞬時に巨額の資金移動が続いている。絶え間ない金融資産価格の変化、金利の変化を目の前にして、油断も隙も許されない分析と緊迫した議論が進行している。サブプライム問題の破綻の兆候が現れた2007年7月に、シティー・グループ(Citi Group)のトップだったMr. Chuck Princeはフィナンシャル・タイムズのインタビューで金融市場の状況を、問題を抱えた大手金融機関であっても“*When the music stops, in terms of liquidity, things will be complicated. But as long as the music is playing, you've got to get up and dance. We're still dancing.*”と語ったと報道された<sup>4</sup>。また、年金資産等の運用で国際的に著名なPIMCO(米国カリフォルニア州に本拠)のトップは、欧州金融危機が深刻化する中で、2010年1月に米国の財政赤字を強く懸念して、“*Guilt is 'resting on a bed of nitroglycerine.'*”として、米国債の保有を減らそうとしたが、その後の金融市場は、逆に米国債を安全資産とみなしたのでその価格は上昇した。このように、金融のプロも先行きを見誤る事態もあった。

いずれにしても、かつては「尾」であった金融が実体経済の「本体」を振り回すような状況になって久しい(図表1-1.「実体経済と金融」、及び、図表1-2.「McKinsey Global Instituteによる世界の金融資産残高の推移」を参照)<sup>5</sup>。

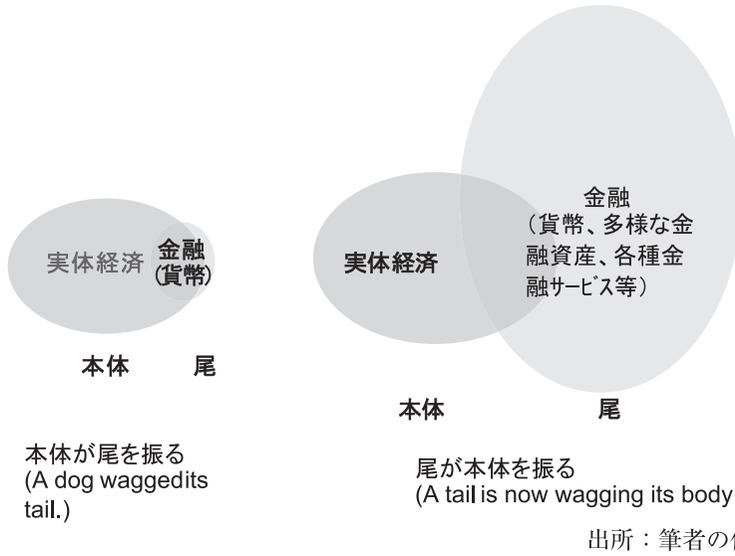
1980年代後半のバブル、その後の破綻と不良債権を中心とした苦難の連続で、日本では不動産と銀行に対する不倒神話的なエトスは消えた。銀行は、サービス分野のトップに位置づけられるものではなくその一部に過ぎないとみなされ、その高額報酬も批判的に見られることとなった。金融当局等が大手金融機関を提訴することも、驚きのみで見られなくなった。大手金融機関の経営者も、往年の企業・経済活動の指南役という責任意識が薄らぎ、生き残りが最大の使命と化したかのような印象を与える。同時に、若者の金融に対する憧れは急速に弱まった。2000年前後の20年間、華と輝いた投資銀行業務<sup>6</sup>も、

<sup>4</sup> 2007年7月9日付Financial Timesを参照。

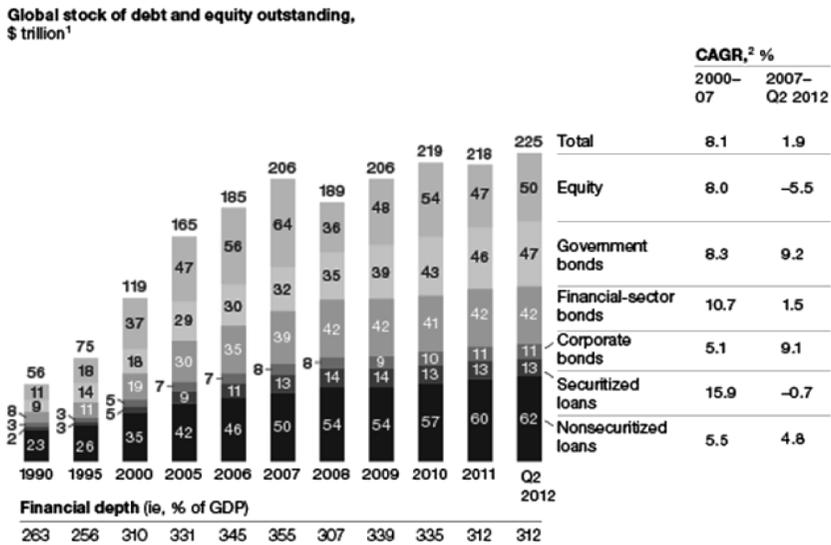
<sup>5</sup> 各国のGDPを合計した実体経済の規模(各国GDPの合計約70兆ドル)に比べ、金融資産残高は2011年段階で259兆ドルに及びGDPの369%に相当する規模に達している(IMFの2013年4月のGFSRのTable 1. Selected Indicators on the Size of the Capital Market, 2011に拠る)。また、McKinsey Global Institute(2013年3月)に拠れば、金融資産残高は2012年央において225兆ドル。(なお、日本銀行のレポートによれば、上記の金融資産残高には含まれない金融デリバティブ市場残高がノーショナル、即ち、想定元本ベースでみて2011年央時点で約700兆ドルとなっている。マーケットバリュ・ベースでは、その20分の1程度か。)なお、2013年にBISが発表した為替市場における取引高は、2013年に1日だけで5兆3450億ドルに達している。

<sup>6</sup> 投資銀行業務(investment banking)は、証券業務(株・債券等のブローカー業務(brokerage)と引受業務(undertaking)とほぼ同義で使われる場合があるが、大・中堅企業の株・債券等の引受業務や国際的な大プロジェクト等に係るアドバイザリ業務を指すホールセール業務を念頭に置く場合が多い。

近年における金融分野の基調的な変化



図表 1-1 実体経済と金融



<sup>1</sup>End-of-year figures for a sample of 183 countries, based on constant 2011 exchange rates. Figures may not sum to totals, because of rounding.

<sup>2</sup>Compound annual growth rate.

Source: McKinsey Global Institute analysis

Financial depth は、対GDP比率で示されている。単位は、兆ドル、換算のための為替レートは2011年に基づく。

図表 1-2 Mckinsey Global Institute による世界の金融資産残高の推移（デリバティブ取引残高を除く）

大プロジェクトや国際的な取引の推進者というよりも、リスク・テイクの胡散臭い存在として警戒的な目で見られるようになった。そして、もう一つのエトスの変化は、金融の根幹である「信用」を持つ、時間を隔てて等価交換を実現する、という大前提が意外に壊れやすく (fragile)、信用の合

間には貪欲と悪徳がおびただしくはびこっているという認識が定着したことだろう。

胡散臭さの現代版は、大手金融機関が提訴された場合、和解等の処理 (out-of-court settlements) で済まされるが、課徴される金額 (fine までには行かない restitution あるいは settlement) が多額であっても提訴の対象となった問題行為の詳細は公開されず、適正な処分だったのかどうかも判然としないケースが多いことである。従って、今後の金融機関のガバナンスの改善にどのように影響するかも分からない。さらに、その課徴される負担金は、経営者というよりも、究極的には株主、場合によっては債権者が負うことにもなりかねない。大手の金融機関に対する批判は、こういう点にも及びつつある<sup>7</sup>。

要するに人々の目には、経済全体における銀行を中心とする金融部門の地位と役割が退化したものとして映っている。1990年代から2000年代にかけて、少なくとも先進経済諸国では、いわゆるグレート・モデレーション (Great Moderation) (1986~2007年)、ソ連邦の崩壊・東西対立の冷戦の終結 (1990年代当初)、統一通貨ユーロのスタート (1999年)<sup>8</sup>を背景に、金融におけるユーフォリックなエトスが支配的なものとなったが、2008年のリーマン・ショック後の金融危機はそれを遠い昔話に押しやった。公的資金で救済されながらも依然として高額報酬に甘んじる大手金融機関に対する信頼は、不信に近い所まで揺らいでいる。2014年1月のスイスのダボスの世界経済フォーラムでは金融への信頼が議論されたが、少なくとも大手銀行のトップの意見は犬の遠吠えのようなものだった。金融におけるエトスの変化は、バブル破綻の経験がほとんどない新興国経済を除けば、程度の差こそあれ先進経済諸国ではある程度共通のものであろう<sup>9</sup>。

本稿の執筆着手時 (2014年1月) は、日本における金融制度整備の大きなメルクマールとなった日本銀行の設立 (1882年10月) から131年、米国の金融制度整備の確立の契機となった連邦準備委員会 (FRB) 制度の成立 (1913年12月) から100年目に当たる<sup>10</sup>。中央銀行は国債処理・軍事費捻出等の背景から出現した面があるが、その後、19世紀以降21世紀まで引き継がれてきた使命は、通貨の発行業務を担うとともにその通貨価値の安定 (物価の安定) と決済機能の円滑化を図ること、さらに、金融システムの不安定化に対処することだった<sup>11</sup>。その後の金融政策は、経済政策の中でも比較的確立されたものとみなされてきたが、しかし、実態は試行錯誤の積重ねであり、2008年のリーマン破綻 (以下、リーマン・ショック) 以降の非伝統的な (unconventional) 金融政策も、まだ実験

<sup>7</sup> 2014年2月12日付けの Financial Times の社説を参照。

<sup>8</sup> 1999年以降、経済同盟 (EU) と通貨同盟 (MU) が異なる集権国家を超えて EMU として成立した。これは、1648年のウェストファリア (Westphalia) 条約以降確立された国家主権の概念を超えるものであり、その後の動きは石造りの建築を行なうような堅固な動きを示してきた。しかし、2000年代後半から、EMU のガバナンスの緩みが現れるようになり (嚆矢は独伊における 2004 年の財政規律の緩和)、通貨統合にも拘らず金融システムのガバナンスが脆弱だったために、2007~2008 年以降の GFC への対応が大幅に遅れた。これに対処するため、2011 年末に導入された MIP (Macroeconomic Imbalance Procedure)、また 2012 年末に Banking Union 構想が提唱された。(後記の脚注 54 を参照。) なお、MIP は本ペーパーの域を超えるが、その目的は “a surveillance mechanism that aims to identify potential risks, prevent the emergence of harmful macroeconomic imbalances and correct the imbalances” とされている。

<sup>9</sup> 金融のみならず、社会的にもエトスの変化は著しい。1945年の終戦後、30年を経て小野田寛郎少尉がルバング島から帰還した時 (1974年)、多くの日本人は自分達のエトスの変化に驚いた。しかし、さらに40年後の2014年に小野田氏が亡くなった時の日本人の反応はエトスの変化自体に無頓着に近いものだった。

<sup>10</sup> 事実上の最初の中央銀行であるイングランド銀行 (BOE) は1694年に設立されたので320年の歴史を持つが、ユーロ圏 (統一通貨ユーロを制度的に採択している地域) の中央銀行である欧州中央銀行 (ECB) は1998年6月設立なので15年の歴史ということになる。

<sup>11</sup> 金融システムの安定化については、英国では Walter Bagehot の提言を経た19世紀後半に明示的に位置づけられたものであり、米国では1930年代の大恐慌の経験を経た後の1930年代以降のことである。

段階の域を出ていない。中央銀行に係わるエトスも底流では変化している。

金融業務を見ると、銀行・証券業務規制の緩和と業務の多様化、金融工学と証券化を背景にした金融商品の多様化・複雑化、規制が及ばないシャドウ・バンキングの拡大、レバレッジ規制の緩和等々、2000年代に入ってからの金融業務を巡る環境は急速な変化を見せてきた<sup>12</sup>。これらの変化に対する金融制度・監督規制の見直しも、所詮は階段の踊り場程度のものであるとみるパーセプションが形成されているかもしれない。

要するに、近代的な金融の歴史は100年程度のものであり、金融が進化・変転する社会経済においてどのような意味を持つか、また、どのような方向を辿るのかは科学的には議論しにくいテーマである<sup>13</sup>。デリバティブが登場し1980年代以降は金融環境の変化は目まぐるしく加速化し、新たな金融事象は多岐にわたり、予断を許さないものだった。金融のエトスは成行き任せというものになったかもしれない。

1990年代後半に不良債権に苦悩する日本の金融機関に対し批判を繰り返した米欧の金融監督当局と投資銀行等は、20年後には逆に矢面に立った。1998年にはノーベル経済学賞を授与された経済学者も金融工学の応用であるLTCM (Long-Term Capital Management) で失敗した。バブルとは縁が薄いと思われた米国の住宅不動産もバブルに見舞われ、国際的な金融危機 (Global Financial Crisis, 以下GFC) の端緒となった。比較的安定的だった為替レートは、株価に劣らないほど変化するものとなった。米欧のグレート・モデレーションは一転して金融危機の奈落の道を進んだ。

2008年以降、新興諸国は21世紀の経済の重要な担い手と思われたが、予想外に米・欧・日の非伝統的な金融政策の横波を受け2014年に入る頃から通貨下落、インフレ加速等の問題に直面している。旧来の視角に立ったインベストメント・バンカーは、すぐさま“Fragile 5”という造語<sup>14</sup>で、新興経済の経常収支赤字と外部資金依存の脆弱性 (近年の改革努力の怠り) を批判したが、新興経済サイドでは異なるエトスで反応している。即ち、2008年のリーマン・ショック後のGFCを乗り切った新興経済にとって、先進主要国の巨額の量的緩和政策とその縮小等は「身勝手なもの」(running selfish economic policies which lead to turmoil in emerging markets) というラジヤン (Raghuram Govinda Rajan <1963年〜>) インド中央銀行総裁の批判に代表されるものである<sup>15</sup>。

<sup>12</sup> それぞれ、1999年の米国のGramm-Leach-Bliley法、OTD (Originate-to-Deal) を前提とした無責任な証券化とリパッケージ、投資銀行に対するレバレッジの大幅緩和 (2004~2008年にかけてのSECの緩和政策)、さまざまなSIV (Structured Investment Vehicle) の暗躍、保険数理を越えた投機的なCDS (Credit Default Swap) を含む複雑な金融商品、あるいはねずみ講 (Ponzi scheme) 等の横行がこれらに対応しよう。

<sup>13</sup> 金融政策が景気の引締め・緩和に影響を与えることは大雑把には見当がつくが、同じ波及経路なのか、同じ程度なのか、までは必ずしも明言できない。また、金利水準の相違が価格機能を通じて資源配分・投融资配分に影響を与えることもある程度予想はつくが、明確には予想できない。いずれも、経済プレーヤーの予想・思惑等のプロセスを経るからである。また、実体経済から少し距離を置く金融資産に対する選好がさらに複雑なプロセスを経て実体経済に影響を与えるからである。

<sup>14</sup> 投資銀行のモルガン・スタンレーは、2013年末から2014年にかけて、ブラジル、トルコ、南ア、インド及びインドネシアの5か国を“fragile 5”と呼んで、その経済体質の脆弱性を指摘した。しかし、この種の単純化された議論は誤解を招く。インドネシアは予想以上に好調であり、“fragile 5”には入らないタイ、ウクライナ等は2014年に予想外に脆弱性を露呈している。

FRBのイエレン (Janet Yellen <1946年〜>) 新議長も議会証言で「(新興経済の通貨下落、インフレ加速等の問題は) 米国経済への重大なリスクにならない」と述べ、それは“downplaying the global risks to the U.S. economy”と受け止められ、その視座が米国経済中心という印象を与える結果となった。

<sup>15</sup> このような批判的な目には、緩和マネーが新興経済の資産需要を押し上げインフレの背景となったという流れであり、緩和QEは“morphine of printing money”ということに映る。仮にQEの縮小が続きその後金利が引き上げられる段階になれば国債的に金利は上昇し新興経済は債務の重荷に耐え難くなる、という懸念に通じる。なお、米国、日本等の主要通貨の量的緩和政策 (そしてその縮小) により、そのcheap moneyが新興国経済に流入 (流出) し、当該新興国の通貨切上げ (切下げ) を回避するための金利引下げ (引上げ) を余儀なくさせる等の影響 (spillover effects) については、インド、ブラジル等の批判だけではなく、主要国でも行なわれている (量的緩和政策がスペインやイタリア国債の利回りに影響するばかりでなく、為替レートにも影響を与えていることに対する懸念・警告は、Bank of England “Inflation Report”, May 2013等を参照)。

この批判は、量的緩和政策の縮小が大局的に見れば正常化の一環であること、また、中央銀行の金融政策が国内経済を焦点にしていることを弁えている G20 会議の出席者が議論を煽ることを控えたために、一歩退いた観がある。しかし、その批判の背後には、GFC をもたらした貪欲な金融機関・市場プレーヤーに対する憎悪、それを看過していた米欧の金融当局に対する不満がある。また、近時の低金利と異常なまでの量的緩和の中で再び貪欲な金融機関・市場プレーヤーが新興経済諸国を食い物にし、クロス・ボーダー取引の短期融資・証券投資・不動産購入を通じて、新興経済諸国の為替レートと資産価格を上昇させ、その調整が始まる直前に売り抜けるという一部の動きに対する苦々しい思いと不満が見え隠れしているように思える。

このように社会経済の先行きを占う上で節目となる変化が次々と現れては重なり、議論を複雑にし、いわば乱気流の様相さえ見せている。その結果、近年の金融におけるエトスはゆっくりだが着実に変化してきた。他方、金融経済の動向は、予測と対応をますます困難なものとしている。市場関係者のパーセプションは、アナリストやエコノミストに先行し、経済学者はほとんど常に後追いとなり曖昧な診断を下す頃には、既に市場のパーセプションは変化してしまっている、という見方に一理あるかもしれない。確かに、2008 年のリーマン・ショック、その後の GFC に続いた目まぐるしい金融経済の動きはやや鎮静化した。その後の動きは予断を許さない。ただ、この 10 年足らずの期間に、金融監督にとって重要なエトスの変化の影響を受けたのは、銀行を中心とする金融の分野において、混乱や破綻に対し改善の猶予を与える (forbearance) よりも早急な対応策をとる (prompt corrective action) ことが重要であり、資本注入は避けて通れないという諦めに似た認識であろう。

なお、金融危機を銀行型 (貸出債権の不良化に端を発し銀行部門全体に混乱が拡散, banking crisis) と市場型 (市場が急変することに端を発し金融資本市場の機能が麻痺, market-based crisis/financial-asset crisis) に大別する見方がある。実際には、金融仲介機能 (financial intermediary) は資本市場を経由する直接金融と銀行を経由する間接金融のミックスである市場型間接金融が実態であり、明確に大別することには注意を要する。グリーンズパン元 FRB 議長は、1990 年代の日本の金融危機に関連して市場型の金融システムの優位性を示唆したことがあったが、2008 年以降の GFC によって、深刻な危機はどのような金融システムでも生じることが示された<sup>16</sup>。現に不動産バブルは銀行貸し出しでも証券化商品を通じても起こりうるし、どのような金融危機であれインターバンク市場の凍結で一挙に拡大する。銀行部門を蝕んだ不良債権中心の日本の場合でも、証券会社や資本市場の機能は大きく低下した。市場中心のリーマン破綻後の米欧の GFC も、その直後には中小金融機関を含め銀行システムの機能を大きく低下させた。そしてその最終的な処理は納税者の負担を避けられない、という認識である。

今後については、金融の拡大と複雑化は国際化にとどまらずにグローバル化したが、その先はグロテスク化か、という皮肉がある。精緻を極めたように見える金融制度・監督体制も意外に早く制度疲労を起こすのではないかという疑問もある。市場からの発信は、意味のあるシグナルばかりでなく騒

<sup>16</sup> このような金融危機の理論的な議論は、S. Bhattacharya, A. W. A. Boot, and A. V. Thakor "Credit, Intermediation, and the Macroeconomy—Models and Perspectives," Oxford University Press, 2005 があるが、筆者の咀嚼を超える。最近のものとしては、日本金融学会編「なぜ金融危機は起こるのか—金融経済研究のフロンティア」『金融経済研究』(特別号) 2013 年を参照。

音とも言うべきノイズということもある。また、情報通信の技術革新が金融にもたらす影響はまさにこれからだという見方もある<sup>17</sup>。そして、金融の権威者の発言自体も素直に受け取られずやや割り引きして捉えられるようになってきた<sup>18</sup>。技術革新が金融にもたらす影響も、模索と競争はいずれ優れた金融サービスを作り上げていくというような単純な想定が必ずしも保証されるものではない、という疑心暗鬼も強まっている。

このように今日の金融経済において予測が困難となった背景には、幾つかの要因が考えられる。一つは、GDPの数倍に達した膨大な金融資産が2008～2009年には増加の勢いを失ったもののその後も膨張し（前記の図表1-2、「McKinsey Global Instituteによる世界の金融資産残高の推移」を参照）、そこからさまざまな形で発信される情報は金融市場のセンチメントに絶え間なく影響を与えており、場合によっては金融市場のみならず実体経済をも振り回し多くの経済変数に予想を超えた影響を与えている。二つには、今日の先進諸国で長期的に定着した低金利政策は、社会的なコストに見合わない低金利（とアベイラビリティ）を通じて内外の資金需要を刺激し偏向させ、不動産を含めさまざまな市場でバブルの契機となりやすい。しかも、市場メカニズムの名の下で自由放任的になっている場合にはその歪みもたらす影響は十分に読み切れていない。三つには、金融のプレーヤーが新たな収益機会を求めて、よい意味では革新的な取組み、疑わしい意味では貪欲に駆られた規制外の行動、悪い意味では貪欲と悪徳に駆られた巧妙な言逃れや違法行為にでることはどこにもありうるのだが、金融では貪欲と悪徳の2つが氷山の大部分である水面下を占めているという現実である<sup>19</sup>。それに対する制裁の厳格化は（前述の胡散臭さの問題はあるにせよ）金融活動にポディブローのように働

<sup>17</sup> 最先端の例をあげれば、1990年代に電子マネーが登場したが、当時の金融当局は当面の影響が既存の通貨・銀行制度の枠を超えるものではないという確信を得るまでに数年を要した。その後、2005年頃からSecond Lifeというバーチャル・サイトで仮想通貨のLinden dollarが登場し、実際の通貨の米ドル等との交換が生じたが、このような交換（Real Money Trading）はインターネット・ゲーム等における限定的な問題に終わるのではないかとみられてきた。

2009年に登場したサイバー空間の「金」とも言うべきビット・コイン（Bitcoin、単位はBTC）は、2013年にキプロスにおける金融規制を逃れる金融手段となり、また、中国でもシャドウ・バンキングの混乱の余波を受けて金融手段として利用され、一躍注目を浴びた。このビット・コインは、価値基準・交換（決済）手段・貯蓄手段としての既存の貨幣にどの程度代替あるいは競合するのかわらぬ議論を巻き起こしており、各国の金融当局の間では肯定的・否定的・懐疑的等さまざまな反応が見られている。

金融論としては、1BTCの評価額が2013年の1年だけで年初の\$13から年末の\$1,238というような変化をどう考えるか、ビット・コインのseigniorage（通貨発行利益）をどう解釈するか、21百万枚（21 million BTC）という発行量の上限の管理はどのような意味を持つか、その上限と既に（2014年初までに）発行されている残高（12.4 million BTC）との差の縮小をどう考えるか等の問題がある。その他、ビット・コインにはクロス・ボーダーの優れた決済機能はあるにしても、取扱所（6つの主要な取引所があったが、既にSilkRoadやMtGox等は問題視されている）、マネロン関連、サイバー攻撃等々、信頼性を巡って社会的にも話題は尽きない。

<sup>18</sup> 元FRB議長のGreenspanは2008年10月の米議会で証言し、2008年以降のGFCを“once-in-a-century credit tsunami”と評すると同時に金融監督の欠陥を認める発言を余儀なくされた報道されたが、この時以来、“an event that occurs once in a century”という表現が定着した。しかし、後知恵の議論となるが、金融危機は1980年代から比較的頻繁に生じており、確率としての議論の妥当性は疑わしい。むしろ、労働災害の経験から得られた「ハインリッヒの法則」（Heinrich's law、1件の大災害の背後には中規模の災害が数多くあり、さらにその背後には小規模の災害がさらに多数存在する。）の一例、あるいは「相の転換（相転移）」（phase transition、個別の行動がherding（群れの）の様相を帯び、さらにそれがfanaticな集団行動になると、価格形成が全く異なるものとなる。物理学では、気体・液体・固体等の例が取り上げられている。）というような仮説で分析する方が実態に即しているかもしれない。

<sup>19</sup> Volcker元FRB議長は、2009年12月に“The only thing useful banks have invented in 20 years is the ATM.”と語るとともに、金融工学の金融技術革新等に強い懸念を示したと報道されている。その発言の真意は吟味してみる必要があるが、おそらく決済機能の高度化にも拘らず金融機関に対する信頼が低下し、金融仲介機能が不安定化している、というのが元議長の懸念であろう。一方、証券の流通市場の取引では、高速取引（high frequency trading）は貪欲かつ抜け目のない（greedy and shrewd）金融機関を一方的に利するだけ、という批判が強まっている。

なお、多くの人が最も安全確実な支払い手段として利用しているプリペイド・カードの電子マネーは（少なくとも日本では交通系・販売系・技術系の企業が担っており）金融部門は主役を果たしていない。

いていく可能性がある<sup>20</sup>。

筆者の目には、総じてこれらの要因が往々にして金融を混乱させ、金融の問題の判断を困難とさせているように思える。しかも、第2と3の要因は、往々にして結びついている。市場メカニズム（理念を追うエコノミストにはそれで十分かもしれないが、実際は market forces という表現の方が適切かもしれない）を最優先する議論は、往々にして隠れた社会経済的なコストを看過し、間接的に第3の要因に結びつく場合が多い。近代史では、19世紀の中葉に麻薬貿易が事実上横行している現実にあつて、自由貿易を説いていた論者がこれに近い<sup>21</sup>。

それにも拘らず、2010年に前後するこの数年間は、多くのエコノミストがあまりにも金融政策に捕らわれているように見える。それは、金融政策に対する過信とも言える。金融政策依存を「是」とするこのような傾向は、それ以前に定着していた財政政策、金融政策及び構造政策のバランス感覚から乖離するものでもある。そして、新興経済諸国を含む開発途上国は先進経済諸国の金融政策の余波に翻弄される傾向が生じている。しかし、このような問題を直視した議論はまだ萌芽的な状況に過ぎない。

## 1-2. 金融制度・監督の推移

### 1-2-1. 金融に独特な業務分離・相互乗入れの問題

米国の場合、連邦準備制度は、その設立に先立つたたびの金融恐慌に対処し金融の安定を確保すべく資金（流動性）<sup>22</sup>供給を柔軟に行なう機能を目的として設立された<sup>23</sup>。また、1930年を前後する大恐慌は、金融の業務規制において、銀行業をリスク・テキングの証券業から明確に分離<sup>24</sup>するグラス・スティーガル法（Glass-Steagall Act, GSA）を成立させ、銀行についてはFRBと連邦預金保険公社（Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC）に担当させ、証券業については証券取引委員会（Securities and Exchange Commission, SEC）で対応する体制を確立した。（図表2-1. 「業務規制」

<sup>20</sup> 内外を問わず、金融取引に対する制裁には疑問が呈されている。金融のデシプリン自体も19世紀と20世紀との間で大きく変わった。

貧困の問題を取り上げた英国の小説家チャールズ・ディケンズ（Charles Dickens, AD1812～1870年）は、自分の父親が債務不履行に陥り投獄されるという人生の悲惨さに直面した。その生立ちが示すように19世紀前半の英米法は、債務不履行に債務者刑務所（debtor's prison）という厳しい罰則を科していた。その後の破産法・倒産法は、この厳しい罰則を緩和する社会の認識の変化を反映している。そして、今日では、個人・企業は自ら破産（債務不履行）を申し立てることができ、また債務者の再生が重視されている。

しかし、債務不履行を巡って債権者と債務者との間にどのような関係を確立すればよいかについて、一義的な解は見当たらない。筆者の目には、1990年代後半から2005年にかけて日本が直面した多額に不良債権処理は、その隠れた最大のコストとして、債務履行のデシプリンを緩めてしまった面があるように思える。同時に、消費者金融にみられる（内外の）債権者の暴走も「貸すも親切、貸さぬも親切」という中小金融のリーダーだった小原鐵五郎氏（1889～1989年）の教訓を踏みにじるものだった。

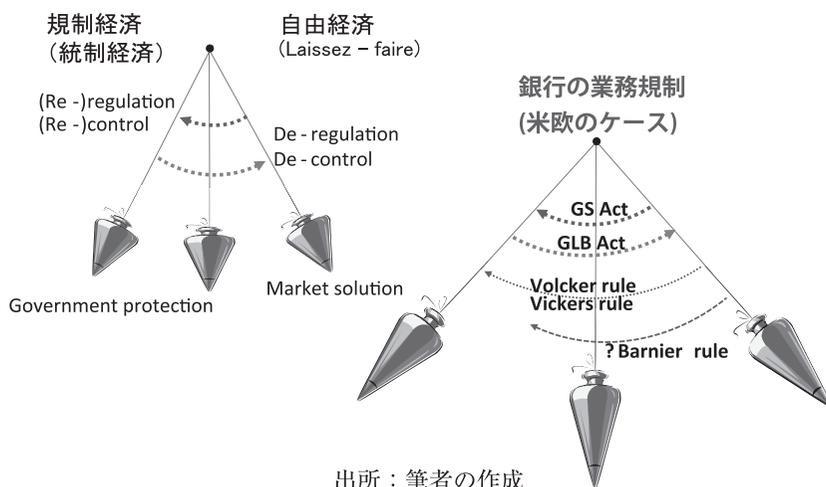
<sup>21</sup> マスコミ等は、2008年後のGFCの時期に、ワシントン・コンセンサスと揶揄された一部の（米国政府関係者を含む）エコノミスト（narrow-minded and zeal for laissez faire market economics）がインベストメント・バンク、コンサルタント企業等の主催する講演会等において高額の報酬で資本移動の重要性・市場解決（market solution）による問題解決等の講演を行っていたことを批判したが、結局ウヤムヤのうちに終わってしまった。

<sup>22</sup> 本ペーパーでは、資金と流動性をほぼ同義として使用する。

<sup>23</sup> 機能面を見れば、マネーの需給の調整（緊急時には“last resort”としてのマネーの供給）と決済機能の確保（“central bank's participation for finality in settlement mechanism”）を通ずる貨幣経済のメカニズムの維持ということであろう。

<sup>24</sup> 正確には、“prohibited commercial banking from collaborating with full-service brokerage services and investment banking activities”ということになる。これは、具体的には、預金・貸出業務の商業銀行業務と証券業務（投資銀行業務）の分離（regulatory segregation/barrier to the combination of commercial banking and investment banking）を指すが、その用語法は、国によって保険業務、投資顧問業務、信託業務等を分離することを指す場合がある。

近年における金融分野の基調的な変化



出所：筆者の作成

図表 2-1 業務規制の理念図

を参照。)

その後、銀行は、業務規制による健全経営と預金保険による預金者保護を図り、証券は財務の情報開示と市場取引規制を通じて投資家保護を図る、という金融監督が進められてきた。これは、日本の戦後の金融制度の原型にもなり、また、欧州にも影響を及ぼした。このような経緯を経て出来上がった金融制度は、業務範囲と重複が国によって多少異なるものの、金融を主に三分野（銀行、証券、及び保険）に分けて対応し、その他の分野（消費者金融等）はその比重と影響が小さかったために推移を見守るといったものだった。

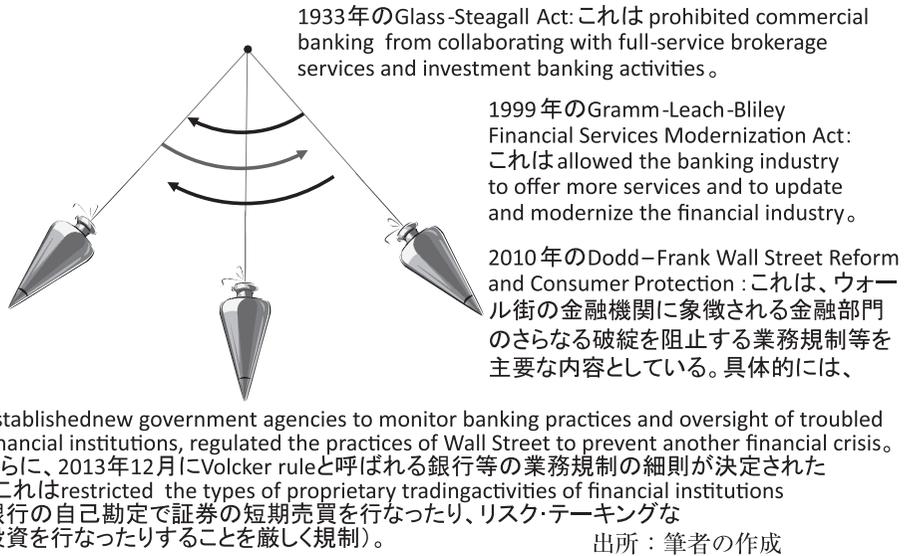
しかし、その後の金融制度・監督体制の見直しは、特に1980年代から90年代にかけて、米国と日本においては銀行と証券の相互乗入れを中心に展開した<sup>25</sup>。そして、欧州、特にドイツ、フランス等の大陸諸国では従前からのユニバーサル・バンキングの下での金融業務が続いていた。

米国における相互乗入れは、1999年の米国のグラム・リーチ・ブライリー法（Gramm-Leach-Bliley Financial Services Modernization Act, GLBA）によって法令化された。そして、業際規制の緩和（相互乗入れ）がもたらしうる弊害に対しては、米国、日本（のみならずEU）も異なる金融業務の間におけるファイア・ウォール規制<sup>26</sup>によって対処することが定着化した。その結果、金融制度・監

<sup>25</sup> 異なる金融業務の分離の理由としては、伝統的には利益相反（資金を必要とする企業への銀行貸付の返済が困難になるような場合に、当該企業に社債発行を行なわせることによって当該銀行の貸付リスクを投資家に転嫁する等）の説明が行なわれてきた。逆に、分離を緩和する理由としては、異なる金融業務の並列的な提供による効率化、相乗（シナジー）効果と利用者利便の向上の議論があった。

しかし、筆者は、業務規制の最も重要な理由は、業際というよりもむしろ資金の本来の運用目的（リスク回避、リスク志向、保険目的等）から乖離した動きが基本的な問題ではなかったかとする。即ち、1930年前後の米国では安全志向の資金が証券業務に流れてリスク・テイクングに向かったこと、1980年代後半の日本では銀行分野の内部で安全志向の資金が不動産取引を中心とするリスク・テイクングに向かったこと、2000年代の米国では高利運用と格付けの美名の下で証券化が安全志向を空疎化させたこと、米保険会社AIGのCDSの乱売も保険数理からかけ離れたギャンブル志向だったこと等、を指摘できよう。

<sup>26</sup> ファイア・ウォールの具体例は、法令により、本体による兼営の禁止・制限、顧客の非公開情報の共有の制限等を行なうことを指すが、規制の具体的な内容は日・米・欧で異なる。



図表 2-2 銀行等に対する業務規制

督としては、銀行、証券、保険等の業態別に健全性の監督を行ない、それを通じて金融全体の健全性監督の統一を図るといふ大枠がほぼ確定した<sup>27</sup>。(図表 2-2. 「銀行等に対する業務規制」を参照。)

日本においては、1980年代までは上記の米国の制度・規制・監督を見習う方式で対処してきたが、この間、金融業務は、対外的には邦銀の国際業務が増大し、対内的には国債の取引を中心に銀行・証券の業務分離の規制緩和が進められた。この頃の邦銀の活動は内外ともに旺盛であり、欧米の金融機関をも圧倒するような勢いさえ示した。逆に、1980年代は、米国の強いインフレ抑制策の影響等もあり、欧州とともに金融環境の低迷が続いていた。

同時に、1980年代半から1990年代初めにかけては、銀行・証券の相互乗入れが具体的に検討された。これは、銀行・証券分離の原則を残しながらも、1993年4月における金融制度改革関連法の施行により業態別子会社を通じて、銀行・証券・信託の相互参入につながった。また、1998年の金融システム改革法により金融持株会社形態による銀行・証券会社の相互参入とそれに続く銀行・保険会社、証券・保険会社間の業態別子会社形式による相互参入の漸次解禁となった。その結果は、金融コングロメリット化であり、2000年代以降は、三菱UFJ、みずほ、三井住友のメガバンク・グループが形成された<sup>28</sup>。

一方、米・欧では、インベストメント・バンクに対する緩やかな監督が支配的となり、2000年代前半にはインベストメント・バンクが金融の分野でリーダー的なステータスを持つに至った。後知恵的な説明となるが、この時期に日本がバブル処理で苦難の道を歩んでいる間に、米・欧では金融に対する監督が緩やかな (market friendly または loose) ものとなってしまう。米国では、1980年代の

<sup>27</sup> 尤も、ユニバーサル・バンキングを伝統とするEUにおいては、ファイア・ウォール規制は、日米に比べ比較的緩やかなものとなる傾向が続く。

<sup>28</sup> 3つのメガバンク・グループに、銀行業を中心とする金融グループのりそなホールディングスと資産運用・管理業務を中心とする三井住友トラスト・ホールディングスを加えて大手5行あるいは5メガバンクと呼ぶこともある。

低迷からの立ち直りが始まり、(ヘッジファンドの LTCM 問題〈1998 年〉, IT バブルの崩壊〈2001 年〉等の問題はあったが), 総じていわゆるグレート・モデレーションの時期に入り経済の拡大が始まった(1986~2007 年)。欧州でも 1990 年を境として東西対立の冷戦が終結し, 統一通貨ユーロがスタートし(1999 年), ユーフォリックなエトスが支配的になっていた。そして, 米国の銀行・証券の業務規制緩和は 1999 年のグラム・リーチ・ブライリー法に象徴されるようにきわめて緩和されたものとなった。極端なケースとしては, 欧米間で(具体的に言えば, 2004 年頃には, ロンドン市場とニューヨーク市場の間で)金融資本市場の魅力を競い, 金融プレーヤーや企業等の顧客の奪合いすら見られるに至った<sup>29</sup>。

結局, 米欧では 2000 年代は 2007 年になるまで, インベストメント・バンクを含む金融部門は規制のほとんどないシャドウ・バンキングに引きずられ(あるいは引きずって)サブプライム問題等に象徴される金融の暴走となり, それが 2008 年 9 月以降の世界的な規模での GFC につながった<sup>30</sup>。

### 1-2-2. 2008 年の国際的な金融危機(GFC)後の対応

米国においては 2008 年のリーマン・ショックの直後に, 投資銀行のゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーがそれぞれのグループ傘下の子会社を銀行化し, それをさらに持株会社にすることによって FRB あるいは FDIC のセーフティ・ネットに入る, という動きとなった<sup>31</sup>。それと同時に, これらの持株会社グループは SEC から FRB の監督下に入り, 投資銀行を監督していた SEC(当時は W. Donaldson から C. Cox 委員長の時期)の鼎の軽重が問われた。そして, ボルカー・ルール(Volcker Rule)に示されるように, 金融制度・監督体制は, 銀行の健全運営に重点が置かれるようになった。なお, このルールは 2009 年のドッド・フランク法案(Dodd-Frank Bill, 後の 2010 年の DFA)に取り入れられ, 2013 年 12 月に同ルールの細則が決定された(具体的には, 銀行の自己勘定で証券の短期売買を行なったり, リスク・テッキングな投資を行なったりすることが厳しく規制される)。

このような米国の変化は, 業務規制の強化(左方)と自由化(右方)との間を揺れ動く振子の例えに示されよう(前述の図表 2-1. 「業務規制の理念図」及び 2-2. 「銀行等に対する業務規制」を参照)。1933 年の GSA(グラス・スティーガル法)は, 銀行業務と証券業務を厳格に分離した(左方端への揺れ)。この分離は, その後 1980 年代以降徐々に緩和され, さらに, 米国議会自体も 1999 年に GSA を廃止し GLBA(グラム・リーチ・ブライリー法)によって持株会社, 親銀行等の形式をとりながら銀行業務と証券業務との分離を事実上撤廃した(右方端への揺れ)。しかし, 2008 年のリーマン・ショック破綻後の金融規制の強化の動きの中で, 2010 年の DFA(ドッド・フランク法, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)により, 金融の規制監督を強化するとともに, 銀行自体がリスク・テッキングな業務に従事することを厳しく規制した。即ち, 銀行は

<sup>29</sup> 米国の SEC は, 2004 年に Consolidated Supervised Entity(CSE)のコンセプトの導入に伴い, 大手投資銀行 5 社に限定してレバレッジ規制(debt to net capital の比率は 12 対 1)の適用外とし, (30~40 倍というような)法外なレバレッジを可能にした。

<sup>30</sup> GFC の期間のとり方については, 2008~2009 年とするもの, 2007~2012 年とするもの等, 幾つかある。なお, 日本や東南アジア諸国の被害は, 1990 年代の金融通貨危機の学習効果もあり比較的小規模なものにとどまった。

<sup>31</sup> 破綻したリーマン・ブラザーズを別にすれば, 最大手のゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーは銀行持株会社化し, メリルリンチはバンク・オブ・アメリカに買収され, また, ベアー・スターンズは大手銀行 JP モルガン・チェースに買収された。その結果, 米国流の投資銀行は, 表面上消滅した。

(手数料収入ではなく自己勘定で証券・デリバティブ取引自体で売買収益を目指す) 自己売買業務の規制 (restrictions of proprietary trading activities) をせざるを得なくなり、その細則の決定がボルカー・ルールとして 2013 年末によく成立した (左方端への揺戻し) という経緯である。

EU においては、伝統的なユニバーサル・バンキングが主流だったために、上記のような業務規制はそれほど問題にならなかったが、2008 年の GFC は大きな影響をもたらした。市場の動きを見守る立場 (light-touch regulation) だった英国も、規制色の強い監督体制にシフトした。その端的な例は、リテールの銀行業務からリスク・テッキングな業務を厳しく排除するという Vickers Report (2010~2011 年) の勧告 (Vickers ring-fencing rules)<sup>32</sup> の実施である。これに影響された欧州委員会 (European Commission) のバルニエール委員 (Michel Barnier, EU の金融改革を担当する域内市場・サービス部門担当のトップ) は、リーカーネン・グループ (Liikanen Group) を設置し、EU の抜本的な銀行制度見直しとしてリーカーネン勧告 (Liikanen Report) が提示された (2012 年)<sup>33</sup>。これは、銀行本体の証券業務を禁止し証券業務を子会社に移す内容である。しかし、その報告 (2012 年 10 月) を取り入れようとした銀行業務の規制案の内容が次第に明らかになるにつれて (2014 年 1 月)、規制の骨子はリスク・テッキング取引を子会社化してそこに移すのではなく、銀行内の自己勘定 (proprietary account) でのリスク・テッキングを規制するというものにとどまった模様であり、その評価は錯綜している<sup>34</sup>。

これらの米・英・欧の銀行業務に対する規制色の強い考え方は、1980 年代に芽生えていたコア・バンキング (core banking) あるいはナロー・バンキング (narrow banking) に淵源を求めることができるが、当時の視座は金融論という理詰めの段階にとどまっていた。しかし、2008 年以降はその視座は具体的な在り方に置かれ預金・貸出しを中心とする狭義の銀行業務を法令的に防御する規制となっている<sup>35</sup>。

### 1-2-3. 監督・規制の構造

このような流れにあって、2008 年以降の GFC までは、銀行の業務と健全性を巡る監督は、中央銀行ではなく財務省あるいは金融監督庁が担当するという傾向が根強く中央銀行が金利・マネーサプライ (または、マネーストック、以下ではマネーストックと言う<sup>36</sup>) を中心とする金融政策を受け持つ

<sup>32</sup> Vickers 勧告 (政府諮問により Sir John Vickers を議長とする委員会の設立とその報告) は、2007 年の Northern Rock 銀行の破綻を契機としその後の GFC をも踏まえ 2011 年に提出された。その目的は、"to separate retail 'utility' banking work from a range of investment banking and corporate finance activities" により決済機能を中心とした銀行の安全経営を確保する点にある。勧告の大半は 2012 年の金融サービス法に反映され実施に移されている。

<sup>33</sup> European Commission の域内市場サービス問題担当の Barnier 委員 (Internal Markets and Services Commissioner) によって設立されたフィンランド中央銀行総裁の Ekkii Liikanen 氏を議長とする専門家グループは、EU の銀行制度見直しを行ない、2012 年に自己勘定取引を銀行に認めない (Volcker rule あるいは Vickers の ring-fencing rule と同方向の) リーカーネン勧告を行なった。

<sup>34</sup> ユニバーサル・バンキングの伝統が強いドイツ及びフランスの大手金融機関は規制に強く反対しており、逆に、Vickers ring-fencing rule を導入することを決定した英国等はバルニエール案を強く批判している。米国と日本では、ファイア・ウォール規制は子会社化を含め厳しくなっており、銀行本体による証券業務は禁止されている。仮に、バルニエール案が (一部報道されているように) EU が加盟各国の裁量を認めメンバー国共通の規制をとらない場合には、EU の「銀行同盟」の一環として一律的な銀行監督を唱っても、統一的なリスク・テッキング規制にはほころびが生じる。

<sup>35</sup> このような金融規制強化の中で、英国の金融機関は、国際業務を確保するためにロンドン市場をユーロ圏から切り離すという従来の考え方から、国際業務と同時に重要な対ユーロ圏市場取引の業務を重視する方向へ検討を進める態取りになっているようにも思われる。

<sup>36</sup> 2008 年以前は、貨幣供給量はマネーサプライとして公表されてきた。しかし、ゆうちよ銀行が国内銀行となり (2007 年 10 月にスタート)、また、金融商品の多様化等を背景に 2008 年 6 月に見直しが行なわれ、それ以降はマネーストック概念が公表されている。マネーサプライ時代の M2+CD に代わって、マネーストックでは M3 が主要な貨幣供給量を示している。

という（銀行監督と金融政策の）二分的なアプローチが国際的に一般的なものとなっていた。しかし、2008年以降は、英・米・欧においてもそれが見直される傾向が生じている。また、中央銀行がマクロ的な意味での金融システムの健全性というマクロ・プルーデンスに関与することのみならずミクロ的な意味で個別の銀行の健全性というミクロ・プルーデンスにこれまで以上に関与することも議論され、FRBやECBにおいてはそれが実施される段階にある。

その背景には、従来の金融監督当局に対する不信に加え、金融分野の動きに係る情報入手に比較優位を持つ中央銀行、同時に資金の最終的な貸し手である中央銀行の役割が見直された事情があると考えられるが、確立された考え方とは必ずしも言いにくい。現に、英国財務省は、ECB（あるいはEBA）の陣容が十分かどうかという疑問を提示するとともに、ECBが前面に出ることによってユーロ圏のメンバー国の意見の相違や対立が金融監督当局の独立性を脅かすことになりかねないことを懸念している。なお、日本の場合、1990年代後半以降は、金融監督当局が中央銀行では困難だった不良債権の追求に重要な役割を果たしてきたため、監督体制には変化が生じていない。

2014年の年初の段階では、国際的な次元では金融システムの安定を図るべく、G20首脳会合の指示の下に、金融安定理事会（Financial Stability Board, FSB）が調整の場となり、銀行部門についてはバーゼル銀行監督委員会（BCBS）、証券部門については証券監督者国際機構（IOSCO）、また、保険部門については保険監督者国際機構（IAIS）が規制・監督の国際的な調整を行なっている（図表3。「国際的な金融システムの安定に係るフォーラム」を参照）<sup>37</sup>。

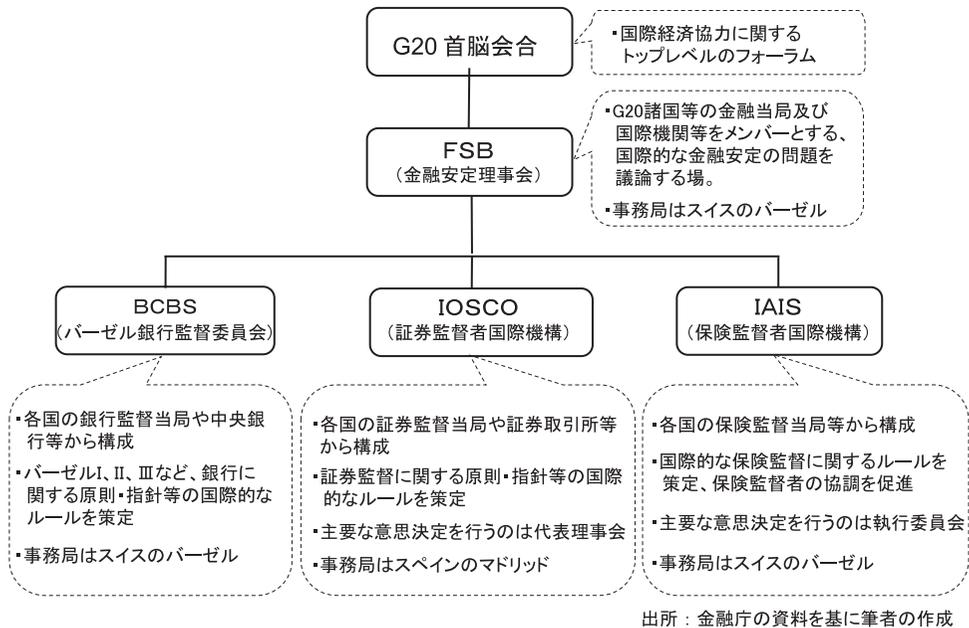
ここ数年注目を集めたのは、金融システムの安定を図るバーゼル銀行監督委員会（Basel Committee on Banking Supervision, BCBS）であり、2010年9月に公表されたバーゼルⅢ（Basel Ⅲ）がある<sup>38</sup>。この問題に関するペーパーは官民あわせておびただしい数に及んでいるが、要するにその骨子は以下のようにまとめられよう（次に掲げる図表4。「バーゼルⅢにおける自己資本の強化」を参照。）

バーゼルⅢは、（従前のバーゼルⅠ〈1988年に公表され1992年から適用〉及びⅡ〈2004年〉がリスク資産を念頭に自己資本比率規制を中心に組み立てられてきたのに比べ）、2008年以降のGFCの経験を踏まえマクロ・プルーデンスの視点を取り入れ<sup>39</sup>、国際的に業務を展開している銀行に対し、

<sup>37</sup> 一般には1974年に発足したBCBS（バーゼル銀行監督委員会）が知られている。これに比べIOSCO（International Organization of Securities Commissions, 1983年発足）やIAIS（International Association of Insurance Supervisors, 1994年発足）はあまり馴染みがない。BCBSは1988年に国際的に活動する銀行に対し8%の自己資本比率規制で知られるようになったが、IOSCOは資本市場のガバナンスという定性的な議論で対応し、また、IAISは保険数理を前提にした議論で対応しているため、馴染みにくいという印象を与える傾向がある。しかし、組織運営等では相互にきわめて似ており、金融規制の統一性、整合性の観点からはきわめて重要な役割を果たしている。筆者は、IOSCOの推薦を受けて2007年から2014年にかけて国際公益監視委員会（PIOB）で国際会計監査基準の設定の問題に関与したが、そこでは、BCBS・IOSCO・IAISの推薦者が基準設定のdue process, independence, transparencyについて真剣な議論が交わされた。

<sup>38</sup> 俗称BIS規制と言われるBCBSの合意事項（国際業務を行なう銀行に対する統一基準）は、国際間における金融システムの安定化や銀行間競争の不平等を是正することなどを目的として、1988年のBaselⅠから始まり、国際経済における金融の複雑化を踏まえて拡大・精緻化して2004年のBaselⅡとなり、さらに2012年末から普通株と内部留保から成る中核的自己資本を中心としたBaselⅢにつながった。このBaselⅢは、現在、段階的適用という形で進展している。

<sup>39</sup> マクロ・プルーデンスの問題は、BaselⅡの段階後から認識され、特に2008年のリーマン・ブラザーズ破綻を契機として重視された。これは、個別の銀行を離れて金融システムとしてのリスク状況を評価し、それに基づいて対応を図ることにより金融システムの安定を確保することを目的とする。具体的には、不動産取引に対する多くの金融機関の過熱的な関与、金融機関の同一的方向試行（いわゆるherding等）、複雑・多様化する先物取引の連鎖等に注目して金融システム自体がもたらすリスクの所在や規模を把握しようとして、G20の合意を踏まえて金融安定理事会（Financial Stability Board, FSB）が中心となり、IMF等の国際機関と共同しながら対応体制を整えている。FSBは、後述のSIFIsの議論に引き続き、EUを含め、銀行の破綻処理の問題に関心を払っているのが現段階の状況である。



図表3 国際的な金融システムの安定に係るフォーラム

(i) 普通株と内部留保が主体の「中核的自己資本 (Tier1)」を明確にし、(ii) 将来のストレスに備えて2.5%のバッファーを上乗せして実質的に計7.0%以上の自己資本比率とするとともに、(iii) 預金流出等への対応として流動性の強化<sup>40</sup>を狙い、さらに(iv) 補完的にレバレッジ規制<sup>41</sup>とプロシクリカリティ緩和措置<sup>42</sup>を図るものである<sup>43</sup>。さらに、(v) 国際的な金融システムに影響を及ぼしうる重要な銀行 (Systematically Important Financial Institutions, SIFIs) への追加措置も講じられている<sup>44</sup>。このSIFIsについて、FSBは国際的に大きな影響をもちうる金融機関を具体的にリストアップし、2011年11月にそれを公表した (List of Global Systemically Important Financial Institutions)<sup>45</sup>。

上記の国際的な枠組みとしてのマクロ・プルーデンス監視体制は、主要国にも国レベルのマクロ・プルーデンス監視体制に反映している。即ち、FSBを中心とするフォーラムの中で、金融システム全体のリスクの状況を捉え、これに基づいて政策対応を図りながら、国際的な金融システムの安定を確保するというマクロ・プルーデンス対応が具体化された。これは、個別の銀行等の健全性を確保するミクロ・プルーデンスに対比される。

<sup>40</sup> 具体的には、銀行は30日間にわたる強いストレスに耐える高品質な流動資産を保有する基準 (Liquidity Coverage Ratio, LCR, 2015年から適用) と中長期的な資金調達を目的とする安定的な資金調達の基準 (Net Stable Funding Ratio, NSFR, 2018年から適用) からなる。

<sup>41</sup> リスクベースの資本規制の抜け穴に対する安全装置として、(オフバランス項目を含む) 総資産と自己資本との比率を規制するもので、Basel IIIでは3% (自己資本の33倍までの総資産, 2018年から適用) とされたが、FRB等の金融監督当局は2014年4月に5% (同20倍まで) の措置の適用を進めている。

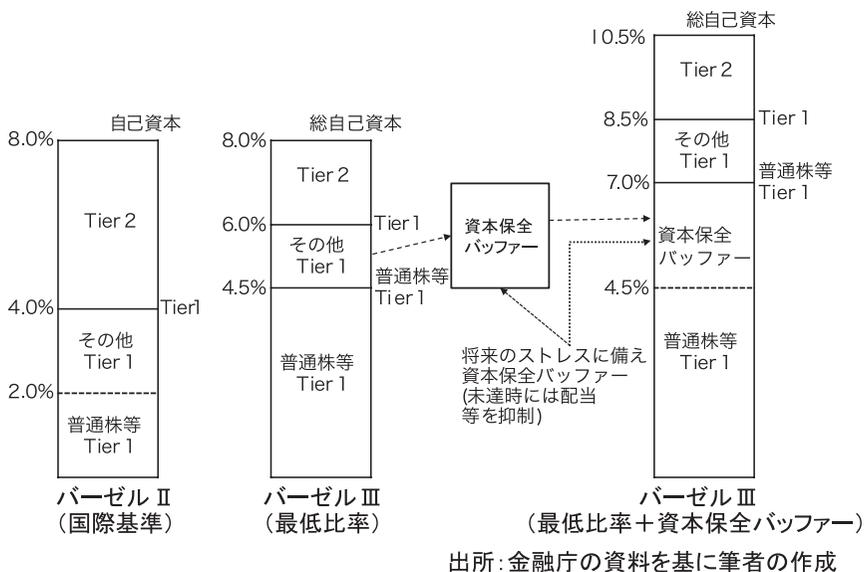
<sup>42</sup> 好景気の際に銀行が過度に貸出を行なうことがその後のリスク増大につながる等のプロシクリカルな問題に対処するために設けられたカウンターシクリカルなバッファー調整措置。

<sup>43</sup> その実施は、2012年末から段階的に導入し2019年から全面的に適用するものとなっている。

<sup>44</sup> この追加措置は、自己資本の上乗せを図るもので、2016年から導入し2018年には完全実施の予定となっている。

<sup>45</sup> SIFIsは、これにGlobalが付されてG-SIFIsとして示される。これは、大手の銀行と保険会社をカバーするものだが (日本では3メガバンクが対象)、これに証券等 (other financial institutions) が追加される。

近年における金融分野の基調的な変化



図表 4 バゼルⅢにおける自己資本の強化

日本では、このマクロ・プルーデンスは、金融庁、日本銀行、財務省等が協力して対処し、さらに、金融規制・監督の全般を担当する金融庁の下で銀行・証券・保険等異なる金融業務全般が監督規制の対象となる。一方、米国では 2000 ページにも及んだ金融改革の基本法ともいべきドッド・フランク法 (DFA) に基づき金融安定監督評議会 (Financial Stability Oversight Council, FSOC) が設立され、財務長官が取り仕切るこの FSOC がマクロ・プルーデンス、SIFIs 等の問題を担当する<sup>46</sup>。そして、FSOC の下で FRB, FDIC 等の銀行監督当局、証券担当の SEC, 保険担当の FIO<sup>47</sup> が参集し、規制・監督体制の強化を図ることとなっている。その一例は、2014 年 2 月 (実施は 2016 年) に FRB が新たに導入しようとした外国銀行に係る規制である。これは、外国銀行が米国で行なう金融業務をまとめるために設置する中間持株会社に対する厳しい自己資本の要請である。

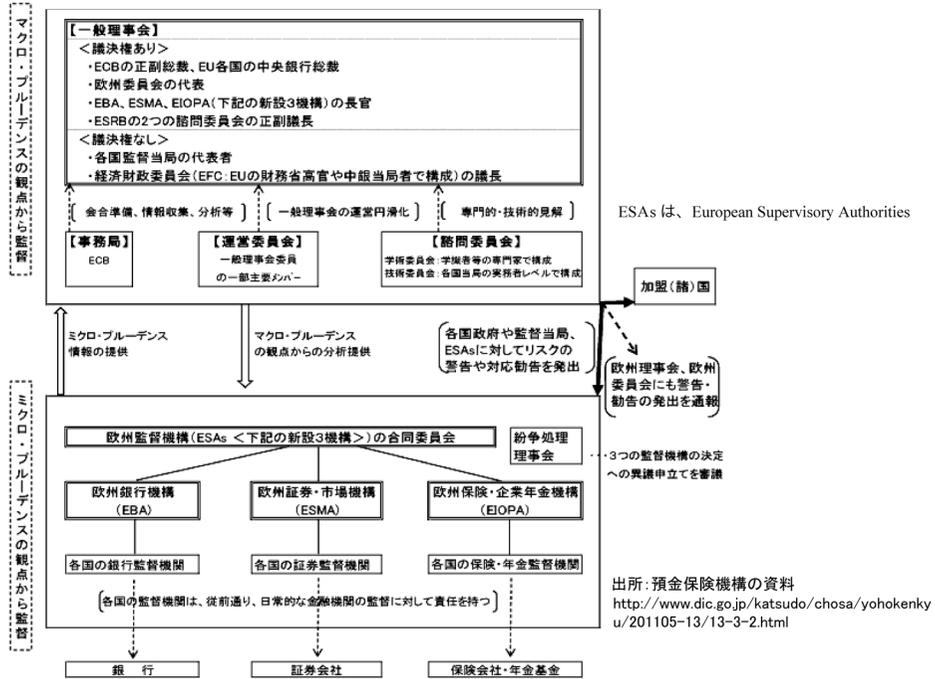
他方、EU では、2011 年に金融監督体制 (European System of Financial Supervision, ESFS) が敷かれ、フランクフルトに設置された欧州システミック・リスク理事会 (European Systemic Risk Board, ESRB) がマクロ・プルーデンス等の問題を担当する<sup>48</sup>。そして、ESFS 体制の中で ESRB の下に<sup>49</sup>、3 つの監督当局 (European Supervisory Authorities, ESAs)、即ち、欧州銀行機構 (European Banking Authorities, EBA)、欧州証券・市場機構 (European Securities and Markets Authority, ESMA)、及

<sup>46</sup> 野村資本市場クォーターリー2010年秋季号 pp. 1-10 を参照。(http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2010/2010aut05web.pdf)

<sup>47</sup> 米国には連邦政府レベルでの保険監督当局が存在しなかったが、Dodd-Frank 法に基づき連邦保険局 (Federal Insurance Office, FIO) が 2010 年に設立された。保険会社に対する直接的な監督権限は依然として州政府に残っているが、FIO は、対外関係では米国の保険分野を代表し、また、体內的には州政府の保険監督規制の状況をモニターし、議会等に提言を行なうこととされている。

<sup>48</sup> ECB 総裁が議長となり、EU 加盟国の中央銀行総裁がメンバーを構成する。しかしながら、米国の FSOC/OFR と異なり、ESRC は EU 加盟国を規制する直接的な権限を持たない。

<sup>49</sup> これは、同時に European Commission の下に置かれると考えられる。



図表5 欧州システミック・リスク理事会 (ESRB)

び欧州保険・企業年金機構 (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) が置かれている<sup>50</sup>。ESRBは、これら3機構の代表をはじめ、リスクや金融に関する各国の専門家によって構成される(「図表5. 「欧州システミック・リスク理事会 (ESRB)」を参照<sup>51</sup>)。

そして、本部としてのEBAはロンドンに、ESMAはパリに、そしてEIOPAはフランクフルトに置かれ、EU加盟国は、これら3機構の下で国別の執行機関を持つことになる。このような機構上の複雑さは、EUレベルとメンバー国レベルの執行監督体制の微妙なバランスと責任分担から生ずるものであり、その実態が明らかになるには相当の時間を要することになる。

### 1-2-4. 欧州中央銀行 (ECB)

欧州の金融制度については、中央銀行制度に大きな変更が見られた点について補足しておく必要がある。これは、ユーロの発足(1999年1月1日)に先立つECB(European Central Bank, ECB)の設立(1998年6月1日)である。このECBは、EU加盟の全28カ国の中央銀行の所有となっているが、現段階ではユーロを採択している18カ国の経済圏(Eurozone, ユーロ圏<これがユーロシステムを構成する>)の物価安定を目的とし、ユーロ圏のための銀行券の発行と金融政策を担当すると

<sup>50</sup> EUの組織構造は複雑であり、金融問題等については、この他にEU閣僚理事会と欧州委員会(EC)に対する助言・諮問組織として、EFC(Economic and Financial Committee)もある。なお、2012年には、銀行監督として(EBAに加え)ECBも加わった。

<sup>51</sup> 詳細は、預金保険機構の<http://www.dic.go.jp/katsudo/chosa/yohokenkyu/index.html>を参照。

ともにユーロの為替レートの問題を担当している<sup>52</sup>。しかし、統一通貨ユーロとその適用領域を別にすれば、ECBの制度と運営の実態は、主要国の中央銀行とほとんど差はない<sup>53</sup>。その意味では、制度改革と言ってもユーロ圏の中央銀行の権限を新たなECBに委譲したと言ってもよいが、実際の機構・運営は通常の中央銀行に比べ複雑となっている<sup>54</sup>。

### 1-3. 金融政策の推移

第二次世界大戦後の経済運営において、マクロ経済の内外均衡を図るための金融政策は、米国の政策が日本の手本となった場合が多く、例えば、1960年代後半以降にはマネーストック（Money Supply/Stock Policy, MSP）と金利（Interest Rate Policy, IRP）のどちらを政策手段（intermediate target）として重視するか等を巡ってマネタリストとケインジアン論争が続き、日本にも大きな影響を与えた。日本の1980年代の金利自由化も米国等による日本への批判が背景にあった。

なお、1980年前後の米国の強力なインフレ抑制のための金融政策は、その後、多くの国におけるインフレーション・ターゲット政策の採用につながっていった。インフレーション・ターゲットが政策として明示的になったのは、1990年のニュージーランドだが、その直後からこの政策は、アング

<sup>52</sup> ECBの独立性等は、European Treaty及びESCB〈欧州中央銀行制度〉・ECB〈欧州中央銀行〉法に基づく。

<sup>53</sup> 主要な中央銀行の権限、制度的背景等の比較分析については、春井久志関西学院大学教授をはじめ、日本銀行等の研究等さまざまなものがあるが、本ペーパーでは省略する。

<sup>54</sup> 欧州中央銀行（ECB）は、欧州議会（European Parliament）と欧州連合理事会（Council of the European Union〈これはEUの閣僚理事会でありCouncil of Ministersと呼ばれることもあるが、EUの首脳会議である欧州理事会European Councilとも、また、EUの政府・執行機関である欧州委員会European Commissionとも異なる〉）に対して説明責任を負っている。この欧州連合理事会はECB総裁・副総裁等を指名する権限を持つ。（下図を参照。）



出所：外務省（[www.mofa.go.jp/mofaj/press/](http://www.mofa.go.jp/mofaj/press/)）の資料に筆者がウクライナの加盟相当分を付加。

図 EUの統治機構

一方、ECB政策理事会は、総裁・副総裁と4人の理事の他にユーロ採択国の中央銀行総裁から構成されるが、ECB一般理事会はユーロ非（未）採択国の中央銀行総裁を含んでおり、ユーロ圏と非ユーロ圏の協調が想定されている。なお、個別銀行の健全性監督と危機対応は、当初、EU加盟国の中央銀行とされたが、欧州委員会は2008年後のGFCを踏まえて2012年9月に3段階から成る“banking union”（銀行同盟）構想を打ち出し、(i)ユーロ圏の金融機関とEUで合意を得られた銀行を監督する権限を持ち（単一銀行監督機構、SSM〈ECBが中核となって2014年11月に発効する〉）、次いで、(ii)破綻銀行の処理に対処する制度を導入し（単一破綻処理制度、SRM〈破綻処理のための基金、Bank Resolution Fundが加盟国と協調し、2015年1月に発効する〉）、さらに、(iii)ユーロ圏全体の共通の預金保険制度を創設する、という方針を示した。本ペーパー執筆時においては、(i)についてはSSMの規則が成立し、(ii)及び(iii)については閣僚理事会の合意がなされている。なお、銀行同盟の状況については、大和総研の[www.dir.co.jp/research/report/overseas/europe/20131011\\_007783.pdf](http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/europe/20131011_007783.pdf)等を参照。その後、2014年4月15日に、欧州議会は銀行同盟（banking union）を中心とする一連の金融制度改革法案を可決した。

ロサクソン系の諸国を中心に広まった<sup>55</sup>。米国は2012年1月に2%のゴール (goal) として、また、日本もそれにならって同年2月に1% plus という「めど」(goal) を導入した<sup>56</sup>。尤も、日本では、相対的にインフレの度合いが低く、インフレーション・ターゲット政策の議論は、むしろ低すぎる物価上昇率を引き上げる観点から行われてきたという国際的には特異なものだった点に留意する必要がある。

このインフレーション・ターゲットの問題は、一般に議論されているよりも広いインプリケーションを持つ。(i) (前述したように) インフレ時における低水準のインフレーション・ターゲットの設定は広く容認されているが、デフレ下における2~3%のインフレーション・ターゲットがどの程度シンメトリックに議論できるのか、という問題がある。次いで、(ii) さまざまな経済プレーヤーの「期待」に政策的に影響を及ぼすことが可能であるという前提に立った場合、その期待の対象は「物価」以外に、「失業率」あるいは「名目成長率」あるいはさらに「対外収支」、「中長期の金利」への影響にどのような影響を及ぼすか、さらに、(iii) それぞれの経済変数に影響を及ぼす場合、その「経路」をどのように捉え、全体として概念的フレームワークをどのように整理するかという問題もある。

筆者の目には、インフレ抑制に伴って、1970年代から1980年代にかけて大論争となった金融政策についてはマネタリスト的な色彩は次第に後退していったものに映っている。1970年代末に、マネタリストの象徴だったMilton Friedman (1912~2006年) の主張するMSP論に従って、FRBのPaul Volcker議長(1927~)は強力なMSPを展開したが、マネーストックと実体経済の関係は必ずしも安定的なものではないことが明らかになり、金融政策の基調はIRPに向かった。前述のインフレーション・ターゲットの観点からも、インフレーション・ターゲットを大きく上回るインフレ時には金利の引上げを、その逆の場合には金利の引下げを行なう政策が定着した。

1985年9月のプラザ合意をはさむ1980年代は、内外ともにマクロ経済運営において難しい時期だった。日本では、1980年代後半に急速な円高の緊縮的影響を懸念して、拡張的な財政政策がとられるとともに強力な金融緩和政策が採られた。これらは、結局、1980年代後半の株価・地価の高騰をもたらす結果となり、20世紀後半において最初の国際的な規模でのバブルをもたらし、1990年代はその事後処理に追われることとなった。1990年代に入って生じたバブルの破綻は、株価急落と持続的な地価の下落を通じて銀行部門に膨大な不良債権をもたらし、証券会社も山一証券の破綻を含め厳しい状況に置かれた。そして、資金を貯蓄部門から企業部門へ循環させる金融仲介機能は大幅に低下した<sup>57</sup>。この状況は2000年代に入っても続き、「失われた10年」が「失われた15年」さらに「失われた20年」になるのではないかというペースにつながった。

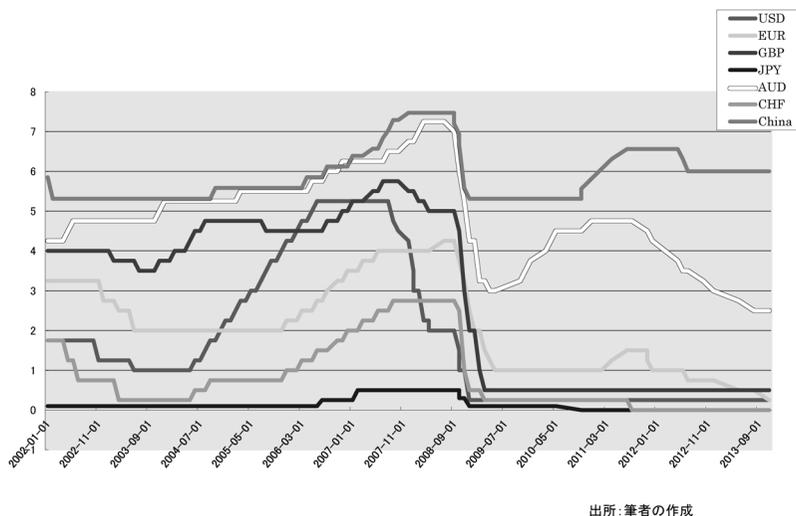
2000年代はITバブルの破綻の後、米欧においては、既述したような金融のユーフォリックなエトス

<sup>55</sup> BOEは1992年に“inflation target”として2%を(財務省が)採用した。また、ECBは1998年に“definition of price stability: Quantitative definition”としていわば参照値として2%を設定した。

<sup>56</sup> 正確には、当時の白川日銀総裁は物価動向に係る従前の「理解」を「めど」に切り替え、「2%以下のプラスで中心は1%程度」を「中長期的な物価安定のめど」<price stability goal>として打出し、2013年1月にはこれを物価安定の目標<price stability target>として2%に引き上げ、これが同年の黒田総裁の異次元緩和に引き継がれた。

<sup>57</sup> この時も(1995年前後)、米国のエコノミスト等は日本の不良債権問題の対処に批判的であり、米国の1989年のS&L(貯蓄貸付組合)問題に対する早期の対応(Prompt Corrective Action, PCA)の教訓を説いていた。銀行に対する資本注入にしても、北欧の教訓が説かれた。尤も、いつも日本が米欧の後を追っていたというわけではない。不幸にして、1990年代から2000年代にかけてのデスインフレ/デフレの経済金融環境では、後述のゼロ金利政策(ZIRP)と量的緩和政策(QE)のいずれにおいても日本が米・欧の政策に先行することになってしまった。なお、1990年代後半における日本の緊縮的な金融政策、(1997年の三洋証券問題を契機とする)短期金融市場の流動性不足の看過、また、金融制度における公的資本注入の立遅れは、その後の米国の金融当局にとって「他山の石」となり、2008年の迅速な対処となったと考えられる。

## 近年における金融分野の基調的な変化



図表 6 主要国の政策誘導金利の推移

が支配的となったが、金融政策は比較的慎重なものだった。米国のFRB（正確にはFOMC〈連邦公開市場委員会〉<sup>58</sup>）は、2007年8月まで金利は5%を上回っており、欧州のECBは、2008年7月までは金利を引き上げる方向にあった（図表6、「主要国の政策誘導金利の推移」を参照）。それにも拘らず、米・欧ではユーフォリズムが支配的だった。Alan Greenspan（1926年～）のプット・オプション<sup>59</sup>とも揶揄された市場に優しい（あるいは迎合的、friendly）政策は、結局は金融の分野にモラル・ハザードをもたらし2008年以降のGFCにつながっていったというのが现阶段での一般的評価であろう。

その後の米欧における金融制度・業務規制の見直しは監督面の強化が重要視され、他方ではゼロ金利政策（ZIRP）と量的緩和（QE）が支配的な方向となり、今日に至っている<sup>60</sup>。前者の金融制度・業務規制の面では、金融機関経営者が抵抗を示すような中長期定期的な観点（long-termism）に立ち、銀行経営の節度を重視する方向に大きく転換したが、後者の金融政策の面では、金融機関経営者が抵抗

<sup>58</sup> FRB（Federal Reserve SystemのBoard、7名の理事で構成される連邦準備制度理事会〈理事の中から議長・副議長が4年の任期で任命される〉、the Fedと略称）は、米国主要地にある12の連邦準備銀行（FR Banks、NY等）を統括する組織であり、この理事会の金融政策は、公開市場委員会〈7名の理事に加えFR Banksのうちの5名の総裁で構成〉を通じて行なわれる。これ自体も日本に比べれば複雑だが、既述したECBに比べるとはるかに分かり易い形になっている。

<sup>59</sup> これは、大手金融機関を中心とする金融部門が、金融市場が困難な状況に陥った時に、金融当局に対し（既に隠然とした形で金融当局に対して持っている）プット・オプションを提示する形で、金融当局が金利引下げとか流動性供給の増加が対応してくれることを期待するものである。この（グリーンズパンが何とかがしてくれたいという）期待がいわば定着したものとなり、結局はバブルとGFCをもたらした状況を指す。2008年のGFCの直後の議会証言でグリーンズパン元議長は自分自身への非難は当たらないとしながらも、“humbled Greenspan admitted that he had put too much faith in the self-correcting power of financial markets and failed to anticipate the self-destructive power of wanton mortgage lending.”と報道された（www.nytime.com/2008/10/24）。

報道等に見られる批判は、マクロ・ブルーデンスの観点からは、金融好況時の利益は金融部門が独占（monopolize）し、金融破綻時のコストは経済全体が負担する（socialize）という極端なimbalanceを突いている。

<sup>60</sup> 最近時の金融政策の特徴（非伝統的な金融政策）については、IMFの2013年4月のGFSR（Global Financial Stability Report）の第3章で詳説されている。

なお、従前よく引用された経験則的な短期金利の算出式であるTaylor Ruleは、単純化した表示では、 $\text{フェデラル・ファン・ドレイト} = 2\% (\text{潜在成長率}) + \text{平均的なGDPデフレーター} + 0.5 \times (\text{実際のインフレ率} - \text{インフレターゲット}) + 0.5 \times (\text{GDPデフレギャップ})$ となる。この元財務次官の名前を使ったTaylor Ruleを巡ってさまざまな議論が展開されてきたが、QE政策が前面に出るようになった（即ち後述のQE2からQE3に移行しつつあった）2012年秋以降は、シカゴ連銀総裁の名前を使ったEvans Ruleが揶揄的に示されたことがあった。これは、QEの量が7%を超える失業率とインフレターゲットを下回るインフレ率で決定されるというもので、 $\text{QE} = f(\text{excessive unemployment, deflationary price development})$ で示すことができよう。

することを<sup>かわ</sup>躰し、いわば金融資本市場の歓心を買うような短期的な観点（short-termism）からの政策運営が採られているようにも見える。

このように、金融分野に対する政策は、全体的に見れば、アンビバレントの状況ではないかという批判がある。また、ZIRPにしてもQEにしても、当初はデフレ脱却に加え銀行部門を混迷から救出するという考え方が支配的だったのに対し、その後においては、フォーワード・ガイダンス<sup>61</sup>といういわばアナウンスメント効果の期待を含め、金融資本市場の中長期的な精神安定剤に性格を変えてきている、という批判もある。

確かに、表面的には今次のGFCがもたらした金融市場の混乱とその後の過敏症が未だに継続しているという脆弱性を金融当局が重視し過ぎているようにも見える。尤も、さらにその背後には、デフラインフレ／デフレの問題をどう認識しどう対処するか、という中長期的な認識が底流にあった点を見逃すわけにはいかない。ただ、その度合いをどのように考えるか、また、デフレは金融政策でどの程度対処できるのか等の問題については次のPart IIで取り上げるが、経済学者でも診断のスペクトラムはきわめて幅広い。いずれにしても、この20～30年間に、金融政策に対するパーセプションも著しく変わった<sup>62</sup>。

#### 1-4. 金融と財政

第二次大戦後の金融政策において、財政政策との関係はきわめて微妙だった。第一に、低金利（国債価格支持）政策という問題がある。これまでに確立されオーソドックスなアプローチは、金利決定と貨幣供給量の調節（公開市場操作、市場オペ）等の金融政策は（財政当局の指示を受けない）独立的なものでなければならないというものだった。日本では、戦前の日本銀行の国債引受けの禍根の反省からこの原則は広く認識されてきた。米国では、戦後の巨額の政府債務残高処理の問題が重くのしかかり、1951年によくFRBの独立的な金融政策についての合意（国債価格支持政策廃止、あるいは低金利政策の廃止。いわゆる1951 Accord）が成立した。しかし、米・日を含めいずれの先進国においても、実際には中央銀行の金融政策は、財政当局との関係においてグレーな位置づけになる場合が多かった。

2008年のGFCにおける量的金融緩和は、この金融政策の独立性をめぐってさまざまな議論を巻き起こした。日・米、そしてEUにしても、中央銀行の国債の大量購入政策は、一方で貨幣供給を潤沢

<sup>61</sup> フォーワード・ガイダンスは、（後記の脚注74及び75で議論するように）一般的に中央銀行の金利誘導政策において、例えば2%の物価目標水準に達するまでは金利を将来にわたって低位に保つという政策の将来経路にコミット（pledgeなりannounce）することを通じて、市場関係者に安心感ともいべき心証を持たせることにより、経済活動に刺激を与えることを目的としている、というのが一般的な定義であろう（<http://lexicon.ft.com/term?term>等を参照）。なお、その嚆矢は日本銀行が（1999年2月のゼロ金利政策に続いて）2001年3月にゼロ金利政策を再開した時から「時間軸効果」（time-axis effect）として意識されたものだが、2010年頃からフォーワード・ガイダンスという表現が一般的になった。これは、FRB、日本銀行のみならずBOEのMark Carney（1965年～）新総裁も重視している。しかし、フォーワード・ガイダンスは、物価上昇率（等）がターゲットに達した段階で政策変更が行われることを必ずしも意味せず、中長期の側面を強調しており、概念的には曖昧さが残る。

<sup>62</sup> 2013年12月16日のFRBの設立100周年のパーティにおいて、Volcker元議長は次のように述べた。“It started out for me with interest rates at 20%. We were preoccupied with inflation. Chairman Bernanke is ready to leave office with interest rates at 0%, and on the occasion he worries about deflation. Alan Greenspan had an easy target in between those two.”（<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/>）

にしてデフレを回避するという政策的な理由付けがあるものの、他方では経済的には国債の価格支持策（債券市場における金利上昇の阻止）の側面をめぐえず、中央銀行によって結果的にファイナンスされる財政赤字の拡大はいずれインフレをもたらすことになるという懸念が強く残っている<sup>63</sup>。

第二に、銀行等に対する資本注入がもたらす財政負担の問題がある。1990年代に入ってから北欧を嚆矢として、銀行救済策の一環としての資本注入（capital injection）の重要性が指摘されてきた。この資本注入は、中央銀行を経由せず、その意味では金融政策に直接的には関係しないが、中央銀行が最近のFRBあるいはECBのように金融監督に関与する場合には、監督機能を持った中央銀行と財政当局との間に新たな関係が生じることとなる。

即ち、中央銀行が厳しい監督スタンスをとり、銀行への資本注入が余儀なくされると財政負担は増大する。財政当局がそれに反対する場合には、中央銀行の監督スタンスは後退する。いずれにせよ、金融部門の究極的な救済は、（欧州のような bail-in 政策<sup>64</sup>の余地はあるにしても）資本注入にしても不良債権買取りにしても最終的には税収入（公的資金）によって負担せざるをえないことはこれまでの多くの国の経験が示している。日本の場合、この問題は、1996年の住専（住宅専門金融会社）の際に公的資金が求められた際と、1990年代末以降の銀行救済の際に、深刻な政策論議となった。米国では、1989年のS&L問題対処の際に重大な政策論議となったが、2008年のリーマン破綻後の金融セクター救済に際しては、議会等の強い抵抗があったものの、日本等の苦難な経験を踏まえて公的資金の投入が比較的迅速に行われた経緯がある<sup>65</sup>。

これに対し、ユーロ圏では、ドラギ総裁が率いるECBがユーロ圏加盟国の国債購入を推進しようとした時と、銀行同盟の一環として銀行破綻処理のメカニズム構が議論された時に、きわめて難しい議論（中央銀行による財政ファイナンス〈monetization of government debt〉をどの程度厳格に考えるかという問題）が展開された。（2014年2月のドイツ憲法裁判所の判決は、ECBのOMT〈Outright

<sup>63</sup> 中央銀行の信用創出によって財サービスの購入主体に資金繰り（ファイナンス）をつけることは（極端な場合、ヘリコプターから紙幣を散布することは）、デフレーションあるいは流動性の罠（liquidity trap）に陥った時の中央銀行の政策手段として机上の議論としてあった。これはMilton Friedmanが家計部門等への貨幣供給を前提に言及したのが始まりである。最近では、FRBのBen Bernanke前議長が（総裁就任以前から）政府債を購入するという意味に拡大して議論を展開した。

<sup>64</sup> ベイル・イン（Bail-in）については、後記の脚注66を参照。

<sup>65</sup> 公的資金の投入は、1992年8月に自民党の宮沢首相（当時）が軽井沢セミナーにおいて初めて言及したが、金融機関への公的資金による救済が許される雰囲気ではなかったために、すぐに撤回せざるをえなかった。それ以前においても、預金保険機構の発動という意味では、預金保険機構初の資金援助が東邦相互銀行の破綻処理に対して実施され（1992年4月）、その後も小規模金融機関への資金援助は見られたが、いずれもペイオフコスト内（1000万円以内）での実施という資金援助にとどまっていた。一方、大手銀行を含む銀行部門で不気味な様相を示し始めた不良債権の対処については、1993年1月に民間金融機関の自助努力により延滞債権の計画的・段階的処理を目的とする共同債権買取機構が導入されたが、その後の不良債権問題の深刻化に伴い、公的資金の導入に移行せざるをえない展開となった。1996年の「住専国会」を踏まえて預金保険機構に公的資金6800億円余の公的資金が導入されるとともに、ペイオフコスト超の預金全額補助に伴う公的資金の道が開かれた。

その後、1997年の北海道拓殖銀行の破綻（北洋銀行に営業譲渡）、1998年の日本長期信用銀行及び日本債券信用銀行等の破綻については金融再生法等により約10兆円の公的資金の投入が行なわれ、結局、納税者の負担となった。それと前後して、1998年2月には公的資金枠30兆円が用意され（同年10月のいわゆる「金融国会」で60兆円の増枠）、その後も金融機関対処の法整備が進み（預金保険法、金融安定化法、早期健全化法、組織再編成促進特別措置法等）、1998/1999年以降2003年にかけて12兆4000億円近い公的資金の投入が行なわれた。（資金援助の詳細については、2000年の金融庁「破綻金融機関の処理のために講じた措置の内容等に関する報告」、2006年第3回IOSCO国際コンファレンス資料、預金保険機構「預金保険機構年報」等を参照。）

上記の12兆4000億円の公的資金については、その後回収が進み投入額を上回る回収が進んでいるという報道がある（2013年6月22日の日本経済新聞記事を参照）。なお、2008年のリーマン・ショック後には、銀行部門を超えて一般企業にも公的資金投入の問題が出てきたが、これは「企業再生支援機構」を通じた出資等の形で日本航空等に行なわれた。

Monetary Transactions)の政策の是非をヨーロッパ裁判所〈European Court of Justice〉の判断に委ねるといふものであり、それ以前に開かれていた2013年末のEU閣僚理事会は銀行破綻の処理に伴う財政負担をEU加盟国による分担〈mutualization〉で対処することを回避する方策をとっていた<sup>66</sup>。

第三に、ポリシー・アサインメント(政策割当て)の問題がある。デフレの要因が純粋に金融だけである場合には、金融政策の責任は大きい。しかし、それが消費者の慎重な購買行動(消費に対する飽和感を含む)、高齢化と人口縮小、競争・技術革新による低価格化、周辺国の低賃金等のさまざまな要因から生じているのであれば、それ相応の複数の経済政策が必要になる。2000年代前後までの財政政策依存に代わって、2010年代は金融政策が経済政策の大黒柱であるかのような金融政策過信を改め、財政・金融政策以外のきめ細かい対策が要請されているのが今日の日本(及びEU等の)の政策課題であろう。これまでは、財政政策が主要な役割を果たしてきたが、政府債務残高が巨額に達している段階では、ポリシー・アサインメントを根本的に見直すことが要されているのであろう。

中長期的な経済の安定化のためには、“unconventional”と形容された異常・異次元の金融政策を正常化(金利機能を働かせる)させる金融政策の独立性を強調する必要がある。同時に、異常なまでに積上がった政府債務に対処するためには赤字財政を是正する財政政策の独立性を真剣に考える必要がある。筆者が1970年代前半に籍を置いたことがあるIMFの財政局を最近訪ねることがあったが、そこではドイツやスイスで真剣に議論されている財政規律の見直しの真剣さに強く印象付けられた。

仮に、金融と財政の2つの独立性を前提とした場合、その他の構造政策、社会保障政策等を厳しい目で見直し、どう位置付けていくか、という問題が今日の基本的な課題であろう。おそらく、政治家にその認識が薄く、政策担当者に知恵が欠けているのかもしれない。そうだとすれば、悲劇と言わざるをえない<sup>67</sup>。なお、中央銀行と財政当局の関係についての近年の新たな視点については、本ペーパーの末尾を参照されたい。

<sup>66</sup> 破綻処理としては、単一破綻処理制度(SRM)が合意されているが、ここでは具体的には、問題銀行の事業売却・承継銀行・資産分離及び(債権者・株主の負担を求める) bail-in が想定されている。但し、その実施はSRM(とその下にある破綻整理基金 Bank Resolution Fund, BRF)が単独で対処するのではなく、銀行の状況を知るECBが主要な役割を果たす中で各加盟国当局との協調で行なわれる。このようなメカニズムとなったのは、BRFに対しドイツの強い警戒的なスタンス(例えばドイツの税が他国の銀行破綻対処に使用されることに対する反発)が反映されている。2014年初の段階ではドイツだけが国として national bank resolution fund を持っていた。

このような事情を背景に、銀行破綻・不良債権問題については、国境を越えた資金の負担の相互化(mutualization)を巡って、ドイツと他のメンバー国との間に基本的な考え方の相違があった。2014年3月の最終合意では、ユーロ圏の銀行業界の負担で形成される550億ユーロの基金の負担の相互化を徐々に進め、完全な負担の相互化は2015年発足後から8年後とされた。

なお、米国の危機後に欧州を襲ったGFCに際して、2010~2012年の間は、暫定的な措置としてEFSF(European Financial Stabilization Facilities)から金融危機を抱えた加盟国(アイルランド、ポルトガル、ギリシャ及びスペイン)の政府に対し金融支援的な救済措置が採られた。その後、2012年9月からは(EFSFに代わる)恒久的な支援救済ネットとしてESM(European Stabilization Mechanism)がいわば欧州版のIMFとして発効した(ESMの資金調達、債券発行によることとなり、その資金を以てEUの問題国に金融支援を行なう)。このESMとBRFとの間でどのような協力関係が採られるかについては関係者の関心を集めていたが、結局具体的なものは決定されず、また、2013年にECBによって行なわれる大手銀行(ユーロ圏128行)の資産査定(Asset Quality Review, AQR)の結果生じうる自己資本補充のための資金不足どうするかという問題も残っている。(2013年前半までのESMについては、大和総研の[www.dir.co.jp/research/report/place/intro-europe/20130815\\_007557.pdf](http://www.dir.co.jp/research/report/place/intro-europe/20130815_007557.pdf)等を参照。)

<sup>67</sup> 財政政策の独立化の問題は、ドイツ、スイス等で真剣に議論されている。尤も、マクロ経済運営においては金融・財政以外においてもさまざまな問題がある。財政赤字削減で功を奏しているように見えるオランダでは、家計部門の債務が高く(低金利を反映して膨れ上がった住宅等の不動産取得等による)、デンマークでも深刻な問題になっている。1980年代からバブルに苦しみ銀行危機に陥ったスウェーデンでも、また、ノルウェーでも不動産価格は異常に(バブルのように)上昇している。2013年のIMFのペーパーは、これら諸国に警告を出しているが、マスコミ等ではあまり取り上げていない。

## II. 2000年代に入って展開された新たな金融政策

Part II では、金融政策に焦点を絞り、ここ数年、金融の分野において中心的なテーマとなっている量的緩和（Quantitative Easing, QE）を巡る諸問題を取り上げる。

### 2-1. 量的緩和（QE）政策の背景

1929年の米国に端を発した大恐慌（Great Depression）は、金融政策を含むマクロ経済政策の考え方に大きな影響を与えた。その中で金融政策に焦点を絞れば、大規模な金融パニックに突入した時あるいはデフレ兆候が現れた時には、金融政策は大胆に緩和的なスタンスで臨むことが重要、という強い政策的教訓だった。現に、近時の大規模な金融混乱時には、金融当局はインターバンクの短期金融市場の動きを注意深く見守ると同時に、銀行部門の資金不足に対処するために迅速な措置をとっている。

そこまでの政策スタンスの在り方については広く肯定されていると思われるが、金融パニック救済に伴う政策対応がもたらすモラル・リスクについては根深い疑念が残っている。その疑念にも拘らず、「期待」（予想）という要素に依存した量的緩和政策（日本においては後述のように2001年に入ってから、そして米国では2008年の国際的な金融危機〈GFC〉直後になってから）については、肯定・懐疑・否定等のさまざまな議論があり、経済学的な議論としては典型的な“loose thinking”あるいは“would-be science”の観を呈している。その意味では、今日の金融政策は実験段階にとどまっていると言わざるをえない。

#### 2-1-1. 主要国における量的緩和政策

2000年代、特に2008年のリーマン・ショックに端を発するGFC以降、主要国は既述のように財政問題に突き当たった政府に代わって中央銀行が前面に出てきた。日本経済は1980年代後半から1990年代初めまで活況を呈したものの、その後バブル崩壊とともに長期の停滞に陥った。それは現在まで続き、「失われた10年」が「失われた15年」、さらに「失われた20年」になるのではないかというペースが日本に漂う中で、日本銀行に期待する見方が次第に強まった<sup>68</sup>。

2013年4月に、これまでの小刻みの金融政策に代わって大胆な金融緩和策を以って臨んだ黒田東彦新日銀総裁の舵取りは、内外の多大な関心を集めた<sup>69</sup>。総じて言えば、2013年4月以降の市場関係者の反応は、今までの慎重すぎる政策スタンスの殻を打ち破り、新たな展望を切り開く大きな契機になるかも

<sup>68</sup> 現在の行き詰まったデフレ的な経済環境では、非伝統的（unconventional）、異例な（new phase of monetary easingあるいはaggressive monetary policy）金融政策に焦点が当たっている。一方では、シェークスピアのMacbethに出てくるように、勢いをつけて馬の背に乗ろうとする者が結局“overleap what he jumps for, and fall on the other side of it”というように転げ落ちるだけではないか、という批判的な見方がある。他方では、何もしなければ氷結しようとしている水中にとどまり続けるカエルの運命を辿るのではないか、という行動派的な議論もあり、経済学者の間でもきわめて異なる見解が対立した。

米国では、2013年前半の米国経済について、FRB関係者の一部には「デイスインフレの深刻化でデフレを考えると夜も眠れない」という見方がある一方、「過剰な流動性もたらしうる金融混乱を考えると夜も眠れない」という見方が併存（twitchy live-in divorce）した。幸い、Bernanke FRB議長は、8年の任期を終える直前（2013年12月）に量的緩和政策の縮小（tapering）の契機を捉えるのに成功した。

いずれにしても、「兆」ドル単位という巨額の流動性（trillions-of-dollars equivalence money which is more than the normal glut of liquidity）が金融政策担当者の呪文で呼び出されること（conjured out of the central banking mechanism）に対する驚愕とその行く末に対して一般庶民が抱く漠然とした不安感（meandering unease）には、エコノミストも十分に答えきれていない。

<sup>69</sup> 新たな金融政策は、まず、それまでの量的緩和政策（QE）に比べ、ゼロ金利を前提としながらマネタリーベースの倍増を重視し、次に日銀が保有する長期国債の残高を銀行券の発行残高の範囲内とする「銀行券ルール」を停止するとともに、満期まで残存期間の長い国債を購入する等の点で異なっている。特に、長期の国債の購入は、銀行のポートフォリオ・リバランスの促進を意図していると考えられ、その意味で「量的・質的緩和政策」（QQE）と呼ぶこともある。

しれないという期待だった。少なくとも、デフレ・スパイラルに陥ることを食い止めようとした意図、即ち、水中に浸かっていたカエルを氷結する前に目覚ますことに成功した点については、全体的に内外の高い評価が与えられている。ただ、少なからぬ批判は、「風呂を温めようとしても今の段階は上層の水が熱くなっただけであり、中・下層の水は冷えたまま」という警戒的なものとなっている。

どちらの評価が正しいのかはまだ分からない。誰もがそれが「吉」をもたらすことを願っているが、いずれにしてもこの大胆な金融緩和政策に対する評価は、今後数年間、二転三転するようなコースを辿ることになる。それは、膨大な金融資産を抱えた現代経済が、深い根雪となった財政債務と疲労した経済社会構造の硬直化を前にして、立ち往生していることが背景にある。同時に、入り乱れる金融情報と内外の市場関係者の懐疑的な行動は、予期せぬ方向に事態を押しやる可能性も持つ。

それでは、主要な中央銀行が採択を余儀なくされた金融政策の新機軸の背景とは、一体どのようなものだったのだろうか？ それは、累積した債務残高の下で財政政策が行き詰まり、また、金融でも前出の図表 6.「主要国の政策誘導金利の推移」が示すように政策的な誘導目標金利（以下、政策金利という）がゼロ%近くまで押し下げられた段階で、伝統的な金融政策手段以外でどのようにして資金（流動性）供給を増大させることができるかという状況である。その新機軸の中核は、2~3%という低いインフレ率にターゲット<sup>70</sup>を置きながら（inflation target 政策、換言すれば anchoring of 2~3% inflation expectation 政策）、まず銀行が保有する国債を購入すること<sup>71</sup>によって、銀行部門に資金（流動性）の供給を十分に行なってマネタリーベースを増大させ、それを梃子に実体経済における金融仲介機能を活発化させようとするアプローチである<sup>72</sup>。

## 2-1-2. 非伝統的な金融政策としての量的緩和政策

この新しい政策は、伝統的な政策を越えるという意味で、当初、“unconventional”と形容されていたが、最近では十分な資金（流動性）を供給するという側面を強調して、“quantitative easing”と呼ばれる。もちろん各国の金融事情の背景の相違からいろいろな名称（“credit easing”あるいは“large-scale asset purchase”〈FRB〉）、“asset purchase facility”〈BOE〉等）があったが、最近では、QE (quantitative easing) が一般名称となっている<sup>73</sup>。現段階では、金融緩和に向けてさまざまな政策

<sup>70</sup> インフレ率に加え、FRB が 2013 年に示した失業率や（BOE の Carney 総裁が 2013 年に示唆した）名目成長率等の先行きのターゲットを示して、現行の緩和的な金融政策の維持の意図を表明し、市場関係者に政策の安定性について安心感を持たせることにより、経済活動に刺激を与えることもある。しかし、ターゲットの対象が物価、あるいは失業率、名目成長率等、どこまで及ぶものなのか、あるいは及ばないものなのか、という議論はまだ十分に整理されていない。

なお、インフレ率といっても、ヘドニック価格表示 (Hedonic price indexing) に見られるように現下の技術革新、商品の多様化・複雑化の下では価格論議は単純ではなく、それを含む CPI 論議と資産価格の論議は金融政策におけるインフレの捉え方をきわめて困難なものとしている。

<sup>71</sup> 国債以外にも、中央銀行が、(1) 担保貸付を行なう際に ECB が行なったように担保基準を BBB から BB に緩和して中央銀行貸出を増大、(2) FRB が行なったように住宅ローンの証券化によるファニメィ債等の購入、(3) ETR のような投資信託等の購入、等がある。

<sup>72</sup> マネタリーベースは、中央銀行が供給する通貨の合計で、流通する現金（紙幣＋コイン）及び民間銀行が中央銀行の持つ当座預金を指す。これに比し、マネーサプライ（あるいはマネーストック）は、中央銀行を含む金融部門全体が非金融部門の実体経済に対して供給する通貨の合計を指す。

<sup>73</sup> QE については、皮肉にも、リーマン・ブラザーズ破綻直後の 2008 年 11 月に、エリザベス女王 (QE) が質問した “Why did nobody notice that the credit crunch was on a way?” という問いに経済学者はすぐに答えられなかった、というエピソードが拍車をかけた。ちなみに、女王はもっと率直に “Are economists of any use at all?” と尋ねられてもよかったのではないか、という揶揄もでている。皮肉なことに、グリーンズパン元 FRB 総裁は、“contribution to global economic stability” という理由で 2002 年 9 月に同女王から爵位 (an honorary knighthood) をもらってはいないか、という反論もある。さらに皮肉なコメントは、変化の激しい社会では、所詮、称号・敬称とはその程度のものというものだった。

が打ち出されており混迷しそうな気配が見られたが、幸い IMF が当面の整理を行なっている<sup>74</sup>。

上記の議論において特徴的なのは、従前の金融政策が意図する波及経路が金利・資金のオペラビリティを通じる消費・投資の増減という直接的な関係に着目していたのに対し、デフレ懸念の状況下で既に金利がゼロに近い水準に陥っているために「期待」(expectation, むしろ語感としては「予想」と言う方が適切か)に訴えている、という側面である。そして、インフレ率について具体的な数字を前面に出し、政策波及経路を「時間軸効果」とかフォーワード・ガイダンス (forward guidance) という名称<sup>75</sup>に置き換え金融市場関係者との対話を重視する動きが主流になってきているという点である<sup>76</sup>。しかし、「期待」(予想)は微妙に変化する心理的なものであり、対話でその揺れを抑えることは難しい。特に、情報が氾濫する現在では、対話による成果は見極めがたく、試行錯誤が今後とも続くというのが実情であろう。

このフォーワード・ガイダンスを巡る議論は、2010年代前半に最も注目を浴びたが、確かに政策目標(インフレーション・ターゲットとか失業率の改善)を一定の金融政策(低金利とか量的緩和)に明確な形で結び付けることによって、政策の性格(透明性)を明瞭にし、関係者との間の対話を効果的にした面はあったかもしれない。しかし、平面なり立体なりを直線で説明するような割り切り型のものでしかないことも事実である(しかもその直線自体、先端と後端の関係は漠〈tenuous〉としている場合が多い)。先が読みにくくなっているのは政治や社会問題でも同様だが、金融経済の場合、would-be science に対する過信がフォーワード・ガイダンスに対する評価を高めてしまったことは否めない。

従って、一定の物価上昇率や失業率の改善が見られたとしても、金融政策の変更がもたらすネガティブな影響が予想される場合には議論が混乱し、その明瞭さが崩れてしまう。それは単に曖昧になる(fuzzy, blurred)だけではなく、混乱を伴う(confusing)。2014年には入ってから、米英においてはそれが具体的な問題となった<sup>77</sup>。

<sup>74</sup> 2013年4月のIMFのGFSRは、伝統的な金融政策、Monetary policy(金利誘導、短期金融市場オペ、資金供給〈マネーストック〉の調節、預金準備率操作)に追加するものとして、MP-Plusという新たなカテゴリーを設けた(同GFSRの第3章を参照)。そこでは、MP-Plusとして、量的緩和政策をQEとし、その他に超低金利の長期化(Low i)、市中銀行への長期融資ICE(indirect credit easing)及び政府機関債・民間債の買入れDCE(direct credit easing)を取り上げている。

<sup>75</sup> 白塚重典・藤木裕「ゼロ金利政策下における時間軸効果」『金融研究』第20巻第4号、日本銀行金融研究所、2001年12月、pp.137-170。そこでは、以下の旨が述べられている。

1999年2月に、デフレ懸念に対処し、景気悪化を抑えるために、「豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コール(オーバーナイト金利)をできるだけ低めに推移するように促す」金融政策が打ち出された(いわゆるゼロ金利政策)。さらに、同年4月には、このゼロ金利政策を「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで」にコミットすることも公表された。

これが時間軸効果を狙った最初の金融政策である。その名称は、国際的には2008年頃から次第にFRBの用語法で“forward guidance”(sending signals about the future path of interest rate policy)という表現に変わってきた。これは、政策的なcommitment(公約)とは異なりアナウンスメント効果に近い。そして、(既述したように)ターゲット指標の達成に主眼があるのか、政策の中長期的な安定性を示すことに主眼があるのか、曖昧な点が多い。

<sup>76</sup> 対話においては、金融政策担当者が経済状況・物価に関する判断を示し、それに応じた金利政策の判断を説明する。市場関係者はせいぜい質問する程度で、批判・反対は市場行動で示すのが普通であり、政策担当者は事後的な市場の反応を見て自分が行なった説明の反応を知るといのが金融における対話である。

<sup>77</sup> 米国のFRBの場合、2012年12月に失業率6.5%という基準で政策金利(FFレート)引上げを考慮する、というフォーワード・ガイダンスを示したが、2014年には失業率は6.6%まで減少した。この減少の背景には、求職をあきらめてドロップ・アウトした求職者数が多かった等の事情があり、労働市場の動きの解釈が複雑になった。FRBはこれに先んじて2013年12月に基準としての6.5%の意味合いを弱める立場をとったものの、その後の対応が難しくなった。また、英国のBOEの場合、カーニー新総裁は2013年8月に失業率7.0%を基準にして政策金利引上げを考慮するというフォーワード・ガイダンスを示したが、失業率が急速に7.1%まで改善したため、2014年2月には「君子豹変す(salutary change of mind)」とばかりに新たな概念(一種のデフレギャップ概念である spare capacity)に言及した。

ただ、フォーワード・ガイダンスがもたらした意味は、政策担当者との相互理解を確実にすることの重要性であろう。幸運な場合には、政策目標と市場の動きが同方向に向かう可能性が生じる。市場は、冷静な時に政策担当者に批判を浴びせることもあれば、逆に、思惑に左右されおねだり的に政策担当者に意見する時もある。従って、相互理解はそれほど簡単なことではない。もしフォーワード・ガイダンスの教訓があるとすれば、建設的な相互理解をその時々金融経済状況においてどうやって生み出していくかという課題であろう。また、もう一つの課題は、フォーワード・ガイダンスが金融政策の性格上、国内経済・国内市場向けという内向的なものとなっているが、前述した新興経済諸国へのインパクト等を考えれば、FSB、IMF等の国際金融機関との密接な対話も必要となっている点である。

上記のフォーワード・ガイダンスのフレームワークの中で、ゼロ金利やQE政策が最初に登場したのは、不幸にも2000年代に入ろうとした日本だった。1980年代後半の不動産・金融資産バブルが1990年代に入って崩壊し、「失われた15年」と言われるように日本経済は長年にわたって低迷シデフレ状況が続いてきた。この過程で、政府による大規模な財政赤字政策に続いており、日本銀行は1999年2月に、政策金利を史上最低の0.15%に設定した。これがいわゆるゼロ金利政策（ZIRP）の始まりである。さらにその後、2001年3月に、金融政策の重点を、事実上ゼロとなった政策金利から（民間銀行が日本銀行に預ける）当座預金（以下、準備預金）<sup>78</sup>の残高に移した。要するに、資金量の調節に切り替え、マネタリーベースの拡大を通じて、いわば貨幣数量説（quantity theory of money）のメカニズムに依存（期待）して経済の活性化を図る（spur and revive）というものである。その目的は、短期金融市場の機能が麻痺しそうになった状況を回復させることにとどまらずに、金融システムの中長期的な安定化の予想を定着させ、長期金利の引下げと資金のアベイラビリティを高めることを通じて経済の活力を少しでも取り戻す、というマクロ経済政策の意味を帯びており、今日のQEという金融政策の先駆けとなるものであった。

しかし、日本の場合、上記のゼロ金利政策及び量的緩和政策が円滑に定着したわけではない。1999年のゼロ金利は（ITバブルを背景にした）2000年の経済持ち直しを受けて解除されたが、（ITバブル崩壊に影響された）2001年の経済の低迷を受けて復活した。その後、2006年から2007年にかけては、景気を持ち直しの兆候が現れたと判断した日本銀行は、ゼロ金利政策や量的緩和政策を終止した。だが、その後2008年秋のリーマン・ショック後の内外の経済低迷を背景に再びそれらを復活させるという経緯を経ざるをえなかった<sup>79</sup>。

---

<sup>78</sup> 民間銀行（一定規模以上の信用金庫等を含む）が保有する預金の一定割合（支払準備率）を日本銀行の準備預金勘定に預け入れるものは「法定準備」預金と呼ばれる。これを越える準備預金は、市場関係者からいわば「死蔵」という意味を込めて「ブタ積み」と言われたことがある。いずれにしても、当座預金には本来的には付利は無いが、2008年11月に「補完当座預金制度」が導入され、日銀準備預金の平均残高が法定準備額を上回る預金額について、日本銀行は金利を付すこととした（現在、0.1%）。これは、付利がない場合、資金が動くインターバンク（銀行間）市場が縮小・機能低下・麻痺し、市場からの資金調達に緊急を要する場合に対応できない事態を懸念した結果、あるいは金利に依存する金融政策の復活の際の備え、と考えられている。

この付利が持つ政策的なインプリケーションについては、2012年以降、一部の日銀政策委員（白井、石田審議委員）等を中心に微妙な議論が行なわれた。

<sup>79</sup> 日本銀行の経済状況判断の甘さを批判することは簡単だが、同時にデフレが日本経済に深く根付いた状況を的確に判断できず、その処方箋を的確に示すことがきわめて困難であることは、内閣府のエコノミストを含めて共通していることも指摘しておく必要がある。

結局、2013年4月に、長年のデフレ経済からの脱却を図るべく、日本銀行は従前の量的緩和政策を大胆に拡大し、2%のインフレーション・ターゲットとマネタリーベースの増大を明示した異次元の金融緩和政策を打ち出した。これが内外の強い関心を呼んで、改めてその効果・影響に関する論議が世界的に高まったというのが2013年の動きである。

## 2-2. 量的緩和政策の展開

この間、世界の主要な中央銀行も、さまざまな模索を繰り返した。FRBの場合、リーマンブラザー破綻後の2008年11月に国債や政府機関債を購入する量的緩和政策(QE1)が開始され(政策金利は0.00~0.25%)、その後やや規模は縮小したものの、2010年6月(のQE2)、2012年9月(のQE3)に引き継がれた<sup>80</sup>。ただ、FRBは、2013年12月になって米国経済の復調の兆しを踏まえて、QE政策を縮小させる方向に舵取りを切り替えた。尤も、その際、「緩和の規模の若干の縮小(tapering)であって、緩和自体の方向は変わらない。」という弁明的な説明を行っており、FRBはその緩和縮小策がもたらす米国内外の金融市場の反響に神経をとがらせた。

英国でも、政策金利0.5%の下で、BOE(具体的にはFRBのFOMCに相当するMonetary Policy Committee <MPC>)は、2010年に国債購入増大による量的緩和政策を開始した。2013年7月にBOEのMarvyn King 総裁(1948~)の後任となったMark Carney 総裁(1965~)はかねてからフォーワード・ガイダンスを重視し積極的な金融緩和論者として知られていた。しかし、就任(2013年7月)直後に、大方の予想を超えて英国の失業率が低下し経済の好転の兆しが見られたため、市場関係者は逆に金利上げが間近ではないかと懸念し動揺した。このため、BOEのフォーワード・ガイダンスの意味(relevance)が問われることとなった。結局、同総裁は慎重な態度をとり、金利を引き上げずに新たなガイダンスを求め、2014年2月には、金利政策を単一の経済指標(失業率)にリンクさせず他の経済情報をも考慮し、金利の動きは漸進的なもの(gradual path)となることを明らかにした。

ECBにおいては、Jean-Claude Trichet 前総裁(1942~)によって長らく慎重な舵取りが進められてきたが、2009年春には政策金利を1%に下げ、その後、慎重ながらもSMP<sup>81</sup>をスタートさせた。そして、2011年11月に後任となったMario Draghi 総裁(1947~)は、2012年9月にOMT<sup>82</sup>というユーロ圏の銀行から国債を買い入れる大胆な政策を導入する声明によって、深刻化したユーロ圏の

<sup>80</sup> それぞれの段階での金融緩和政策の名称は必ずしも整合的とは思えないが、2008年のQE1は住宅ローン担保証券(MBS)とその他の金融資産を対象にした。2010年のQE2では国債を対象とし、また、2012年のQE3においては再びMBSを大量購入の対象とした。

<sup>81</sup> SMPとは、Securities Markets Programの略であり、トリシェ総裁の下で2010年5月にスタートした。これは、当時の緊迫化したユーロ圏における金融資本市場の円滑化を図るために(to address malfunctioning in the securities markets and to allow the normal functioning of the monetary policy transmission mechanism)、暫定的に採られてものだったが、2012年にはOMT(Outright Monetary Transactions)に引き継がれることとなった。

<sup>82</sup> ドラギ総裁は就任直後の2011年12月に(正確には2012年2月にかけて2度にわたり)、従前の最長約1年満期の国債購入による資金供給政策(リファイナンス・オペ)を見直し、3年に切り替える(Long-Term Refinancing Operations, LTRO)とともに、資金供給額の制約を外し、さらに、リファイナンス・オペの際の担保要件も緩和した(担保証券の格付けの引き下げ)。これは、低金利の下で多額の流動性を供給するという意味で量的緩和政策にきわめて近い。さらにまた、その後深刻化した欧州の金融経済危機に対処すべく、(おそらく事前にドイツの何らかの了解を得たと思われる“to do whatever it takes” to preserve the euro”というECBの史上に残る7月26日の発言の後の)2012年9月6日に(従前のSMPに代えて)OMT政策の具体的内容を公表した。

金融経済危機に取り組んだ<sup>83</sup>。ただ、ECBのアプローチは、ドラギ総裁の「できることは何でもする」(“Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro” <July 2012>) という強気の発言にもかかわらず、背後には緩和政策に慎重なドイツの影響がある点に留意しなければならない。

いずれにしても、量的緩和策については、IMFを中心とする各種のレポートは概ね歓迎する方向にあり、その本格的な分析を開始している。このように、2010年代前半は、“QE”一色の金融論議に占められたと後世言われるかもしれない<sup>84,85</sup>。

### 2-2-1. 量的緩和の政策的な位置づけ

今日の金融を巡る議論は、金融バブル崩壊直後における金融政策の在り方について、1930年を前後する世界恐慌の時のように資金の供給を収縮させることは誤りで、パニックを抑え金融仲介を凍結させない資金の供給を確保することが有効である、という認識に立っている。その意味では、主要国の対応は、豊富な流動性の供給によってバブル破たん直後の金融市場のパニックを最小限に抑えその後の金融システムの安定化に貢献したことは事実であろう<sup>86</sup>。

しかし、巨額の量的緩和には批判もある。よく言われるように、金融部門に対する宥和策 (forbearance) は金融部門にモラル・リスクを醸成しているという議論であり、また、量的緩和が縮小へ転換したときに生じかねない金融資本市場の混乱に対する危惧である。さらに、新興経済諸国の経済運営が急速な資金の流出入に乱されているという悲鳴に似た批判もある。他方では、理論的な観点から、量的緩和の下で置き去りにされた金利の価格機能の喪失が量的緩和の隠れたコストであることを忘れさせている点であろう。主要国、主要中央銀行等が“QE”一色の議論となっている時こそ、経験則が示すように、新たな危険が既に始まっているのだらう。

もっと身近な議論で言えば、伝統的な財政金融マクロ政策を使い果たした状況の中で、量的緩和は金融システムの安定をとりあえず取り戻したものの、それが果たして実体経済の安定的な成長と雇用の安定(及び賃金の上昇)をもたらそうとしているのか、という問題でもある。この議論はまだ続いており、評価は確立していない。

<sup>83</sup> スイスでも、0.25~0%という金利の下で、2011年9月にスイス・フランの為替レート切り上げに対処すべく、上限レートの導入 (set a minimum exchange rate target of 1.20 francs per €) を発表した。この場合、通貨介入政策が不胎化を伴わない時には、量的緩和とは異なる形の流動性供給ということになる。いずれにしても、スイスはリーマン・ショック後にユーロ不安が強まる中で安全への逃避 (flight to safety) の煽りを受けて通貨高に苦しんできた。そういう中で、2013年に入り、デンマークとスイス等の通貨高の対処策として、マイナス金利の議論がECB関係者の発言に見られるようになった。マイナス金利政策は、その後も続いている。

<sup>84</sup> この時期(2012年秋)には、FRB(QE3)もECB(OMT)も、買入れ対象の住宅ローン担保証券 (mortgage-backed securities)、あるいは国債についてその期限や買入れ額を問わないという意味(満期の長短にこだわらず、買入れ額も買入れ期限も“continue until there is a substantial improvement (in the economy)”)で、“infinite”あるいは“open-ended”という表現が使われたが、マスメディアでは、やや誇大な表現で“QE Infinity”、あるいは、“BoJ, ECB, Fed and QE to Infinity”等としてこれを取り上げ、市場関係者に賛否両論を巻き起こした。

<sup>85</sup> 政策分析については、IMF *Global Financial Stability Report* (April 2013) (特に第1, 3章を参照) また、5月に公表された“Unconventional Monetary Policies—Recent Experiences and Prospects—Background Paper”はきわめて重要なペーパーだが、重要な論点である“the transmission channels of bond purchases”の内容は、依然として抽象的である。

<sup>86</sup> この点については、国際機関、主要国金融当局関係者、学界において異論はほとんどない。

上記の金融バブル崩壊とその後の政策対応のプロセスは、煎じ詰めれば概要次のようになる。  
 ① 金融バブルの崩壊 ⇒ ② パニック的な状況に対処するために中央銀行が金利引下げとともに短期金融市場に流動性を供給し金融市場の機能の毀損を防止する ⇒ ③ 金融機関のリストラクチャーを行なう（不良債権の把握・官民による債務削減策・資本注入、金融部門の再編等）<sup>87</sup>、⇒ ④ 回復せず低迷を続ける経済に対処するために、超低利の下で中央銀行から市中銀行に流動性の供給を増大させるとともに、⑤ 企業部門ではバランスシート調整（減資・ディレバレッジ）や雇用調整等の構造政策を促進し、経済全体の活力の回復を図る。

そして、④と⑤の評価を巡っては、議論が分かれている。このような観点から、主要国（日本、米国、英国、及び、ユーロ圏）の金融政策の動きをみれば、概略以下の通りである。

## 2-2-2. 嚆矢としての日本

日本の金融当局（当時の大蔵省の銀行局と証券局〈後の金融庁〉及び日本銀行）が1993年の金融バブル崩壊以降2000年まで採った政策は、①に対処するために、金融当局と財政当局が②及び③のために協調して、金融システムの再建を図るものだった。しかし、（前述したように）日本経済の低迷が続き、長期間の紆余曲折を経て日本銀行が採った2001年3月の量的緩和政策は、④をある程度意識したものだった。当時、民間銀行が持つ日本銀行への準備預金の残高は5兆円（マネタリーベースは60兆円）を下回っていたが<sup>88</sup>、その後段階的に引き上げられ、2005年には準備預金残高は32兆円（マネタリーベースは110兆円）を超える水準に達した。

前述したように、2006年の量的緩和政策の中止後は、政策金利は0.5%となり、日銀への準備預金残高は8兆円まで減少した（マネタリーベースは88兆円）。そして、リーマン・ショック後の2008年末以降、ゼロ金利と量的緩和政策が復活し<sup>89</sup>、2010年10月にはデフレ対応を意図した包括金融緩和政策（国債や社債など新たに5兆円規模の資産の買入れを決定し、その買入れのための基金〈当初35兆円の規模はその後70兆円に拡大〉を創設する内容）を導入した。それは、④を意識せざるをえなかったものである。そして、黒田日銀総裁による新機軸が打ち出される直前には、ゼロ金利、準備預金58兆円（マネタリーベースは146兆円）という状況になった<sup>90</sup>。

2013年4月の大胆な量的緩和政策は、2%のインフレーション・ターゲットを明示的に示し、これに合わせて大規模な総量緩和政策を骨格としており、きわめて明確に④を主眼としている。（⑤については、企業再生支援機構等による2010年の日本航空等への支援が見られたが、企業に対する公的

<sup>87</sup> 不良債権問題等は中央銀行というよりも金融監督当局が行ない、また、問題銀行に対する資本注入は、金融政策ではなく財政政策によるのが通常だが、2008年後のGFCの過程でFRBやECBも深く関与するようになってきた。

<sup>88</sup> 民間銀行が中央銀行に持つ準備預金と流動性供給とマネタリーベースの関係は前記脚注72を参照。

<sup>89</sup> 前掲のIMFのGFSRは、リーマン・ショック前後からの金融政策を取り上げているせいか、2001年の日本の量的緩和政策には触れていない。（もっともこの時の量的緩和規制策は、2006年3月に解除された。なお、ゼロ金利については、2006年3月に日本銀行は急激な金利上昇を避けるために暫くはゼロ金利を維持したが2007年には0.5%前後まで引き上げた経緯がある。）

<sup>90</sup> この包括緩和策を巡っては、デフレ克服には不十分であるとする議論（伊藤隆敏東京大学教授）に対し金融政策は万能策ではなく限界があるとする議論（翁邦雄京都大学教授）の対立があった。

一方、政策金利は2008年10月に0.5%から0.3%に引き下げられ、FRBが事実上のZIRPに入ったのを受けて0.1%に、さらに2010年10月には0.1~0.0%まで引き下げられ、また、2013年4月には誘導目標自体が廃止された。なお、2008年11月には、日銀準備預金の平均残高が必要準備額を上回る場合には、その分について日銀が金利を支払うこととなった（補充当座預金制度）。

資金の供与等の問題はまだまださまざまな議論があることに加え、筆者自身情報に不足しているので、本ペーパーでは取り上げない。）

ここで留意すべきことは、中央銀行は、銀行部門への貸出しあるいは銀行部門からの国債等の買入れを通じて、銀行部門が中央銀行に持つ準備預金を増大させる（マネタリーベースを増大させる）ことができるが、それが資金として銀行部門の外に出て投融資に当てられる（金融仲介となる）かどうか、換言すれば、マネーストックが増えるかどうかは、銀行部門の手を経なければならぬという点である（ポートフォリオ・リバランス効果の有無<sup>91</sup>）。即ち、民間銀行が中央銀行に保有する準備預金を実体経済のために投融資するかどうかは、民間銀行の判断を経なければならぬ。量的緩和政策が功を奏すかどうかは、ひとえにこの点にかかっている<sup>92</sup>。この点についての日本の民間銀行と実体経済の反応はこれまでの所きわめて鈍く、民間銀行は運用先として国債を重視してきた。2014年になって中小金融にも多少改善の兆しが見られるという報道もあるが、予断を許さない。（米国は、以下に述べるように、QE3以降、マネーストックはあまり伸びていないが、それでも民間銀行が住宅金融等に資金を供給する兆候が見え始めてきた。欧州は、見通しがあまり立っておらず、日本以上に中央銀行への準備預金として滞留している。）

### 2-2-3. 米国の量的緩和政策

米国では、①のリーマン・ショック後の2008年9月以降その年の年末までに、②及び③の緊急対策を行なった。即ち、2008年10月には米国財務省は巨額（7,000億ドル）の財政的な救済措置（TARP）を打ち出し<sup>93</sup>、短期間の紆余曲折はあったものの、金融機関等への直接資本注入を行なう方向に向かった。また、同年11月にはFRBが6,000億ドルの資金枠を設けて政府支援機関が所有する住宅担保証券などを買取り、凍結しようとなっていた住宅融資および金融市場全般の状況を打破する措置を採った（いわゆるQE1）。その後、2010年、2012年にQE2、QE3をそれぞれ展開し、同時に2～2.5%のインフレーション目標（inflation goal）を明確にし、さらに2013年には失業率の6.5%

<sup>91</sup> 金融機関の日銀への準備預金が預金準備率を超過して積み上がる場合、金融機関は有利な投融資を求め市中に資金を供給するという効果は、「ポートフォリオ・リバランス効果」と呼ばれる。

<sup>92</sup> これは、マネタリーベース（流通している中央銀行券等と銀行部門の中央銀行への準備預金）から出発する。これが基になって、マネーストック、即ち銀行貸出となりその一部が再び銀行預金として戻り、再び貸し出されるというこの繰り返しのメカニズムを信用乗数（credit multiplier、貨幣乗数〈money multiplier〉、あるいは預金乗数〈deposit multiplier〉、いずれも基本的には同義）というが、そのメカニズムがうまく働くかどうかの問題である。日本においては、（1）ゼロ金利により現金を持つ機会費用がほとんどゼロとなっていることに加え、（2）銀行不安の問題に直面した経験のために現金を手元に保蔵（退職）することをあまり厭わないこと、（3）大企業・中堅企業等は銀行債務の返済に努めてきたのみならず最近では手元流動性を高く積み傾向があること、（4）中小企業等は高い資金需要を持つものの、銀行が従前の不良債権の経験から貸出しに慎重なこと、（5）銀行部門は投融資に慎重であり余剰資金は付利された中央銀行の当座預金を選好すること等の理由により、この信用乗数が顕著に低下している。

<sup>93</sup> この米国政府の救済措置（Emergency Economic Stabilization Act）は、7000億ドル（70兆円余）に及ぶものであり、総称的にTARP（Troubled Asset Relief Program）と呼ばれる。このプログラムからはCitiグループ、Bank of America等の金融機関のみならず、自動車部門にも支援が行なわれた。その後（2013年末）の報道で明らかになったのは、支出額は4310億ドル、政府の最終負担は240億ドルに収まったという状況である。また、銀行部門には入らない保険会社AIGの救済については、同社が関与した金融商品CDSの毀損がもたらす金融システムへの悪影響を考慮して救済措置が取られたが、これも米国の特徴である。結局、公的資金投入の総額は4210億ドル（42兆円余）に上った。このTARPは、2013年年末には資金回収の最終段階を迎えたが、新聞報道によれば、回収はFNMAとFHLMCを中心に好調であり、投入額を100億ドル程度上回った模様〈利益の確保〉である。

への低下を考慮する方針を示した。これらはいずれも④を主眼としていた<sup>94</sup>。このような背景の下に、米国経済は2013年央に入り、成長の兆候が現れた。しかし、QE3の縮小・終了の議論は金融資本市場にきわめて敏感に受け止められ、慎重なFRBの説明を受けて2013年12月の最初の緩和政策の縮小(tapering)は比較的無難に乗り切ったものの、2014年1月以降の金融資本市場の反応は、株価・金利・為替レートを中心に微妙なものとなっている。

なお、米国の場合、上記のTARPは、当初、不良資産買取りを狙ったが、不良資産の価額算定が困難だったために直ちに資本注入に切り替えられ、大手9銀行等に合計1,250億ドル(12兆円余)の公的資本注入が行なわれた。さらに、2009年には自動車メーカーGM及びクライスラーにも資本注入等を行なった。これは、⑤を目的としている。

#### 2-2-4. 英国における量的緩和政策

英国では、主要国の中では1992年と早い時期にインフレーション・ターゲットを金融政策に取り入れていた<sup>95</sup>。その後は、大きな動きが見られなかったが、リーマン・ショックに先行した(①に相当する)2007年のNorthern Rock銀行の破綻に伴う対処に加えて、①のリーマン・ショック後は、②の対応として、直ちに、流動性供給増、問題銀行の預金保護、BOEとFRBによるドル・スワップ協定によるドル資金供給、政策金利の引下げ、また、財務省による金融機関間取引への保証等、さらに③の対応として問題行に対する公的資本投入を開始した<sup>96</sup>。

また、英国政府とBOEは、リーマン・ショックの翌年(2009)年初に、資金供給・不良債権処理・資本注入等を含む包括的な対策を整備し、同年2月に政策金利を大幅に引き下げ(0.5%)また、5月以降、大規模な国債買入れ政策を継続した。その主眼は金融システムの正常化を図る③から④に大きくシフトするものだった。なお、⑤については、個別企業対策的なものは見当たらないが、きめ細かな中小企業支援等が行なわれた。

これらの政策は、その後、株価の低下を反転させるとともに住宅資産価格も上昇に転ずることに貢献した。しかし、実体経済にプラスの効果をもたらしたかどうかについてはまだ批判的な見解が残っている<sup>97</sup>。

2013年6月にBOEを離れたMervyn King総裁は、(英国のこれまでの経済環境では)“a limit to

<sup>94</sup> 当時、Bernanke FRB議長は、意図的に(日本銀行のQEとは異なる)Credit Easingという表現をとったことでも明らかにように、金融緩和の対象を漠然とした一般的なものではなく、住宅ローン担保証券(MBS)に特定するような信用供与を念頭に置いていたのではないかと考えられる。FRBは、2008年11月の措置を“QE”と呼んでいないが、その後の類似の中央銀行による資産購入政策は、広義の形で“QE”とグルーピングされるようになった。

<sup>95</sup> インフレーション・ターゲットの名称については、BOEは「目標(target)」、ECBとスイス国民銀行は「定義(definition)」、FRBは、「物価の長期的な見通し(longer-run projection)」から「長期的な目標(longer-run goal)」に表現を改めている。

<sup>96</sup> Northern Rock銀行は、信用不安の中で預金取付けに直面し、BOEは緊急融資を行って金融システム不安を抑えたが、結局2008年に入って財政資金を投入して国有化された。同行は、2012年にバージン・グループ(1995年にSir Richard Bransonによって設立された金融会社)に売却された。また、英国金融当局は2008年9月には、大手不動産金融機関のBradford & Bingleyを国有化し、RBS、Lloydsグループにも公的資金を注入した。

なお、当時の主要国の対応についての網羅的な資料としては、2010年3月のジェトロ「米国発金融危機の経済とビジネスへの影響(各国・地域編)」がある。(http://www.jetro.go.jp/jfile/report/07000202/usa2010320.pdf)

<sup>97</sup> 英国の場合、BOEの国債買入れに伴う損失が将来生じる場合の規模、国民負担等の問題は、2013年の段階で既にさまざまに議論されている。

what monetary policy could do to spur economic recovery”の旨の悲痛な言葉を述べている<sup>98</sup>。後任の Mark Carney 総裁は、就任後の8月に2%の物価目標政策に加えて現状8%の失業率が7%まで低下するまで金融緩和策を続ける政策を発表した。その直後に英国の失業率は7%近くに低下したが、同時に同新総裁及びBOEのフォワード・ガイダンスの意味が問われたのは既述のとおりである。

### 2-2-5. ユーロ圏における量的緩和政策

ユーロ圏（EUのメンバー国の中で統一通貨ユーロを採用している諸国で構成され、その中央銀行はECB）では、2008年9月のリーマン・ショック以前においても、2007年のドイツの州立銀行（Sachsen LB, West LB, Bayern LB等）の経営問題とその支援が問題となっており、フランスにおいても2007年8月9日に既に当時最大手のBNPパリバ銀行傘下のファンドの解約凍結が行なわれ、流動性の逼迫の前兆が現れていた。これは、金融関係者から、金融市場でのサブプライム問題の最初の兆候と指摘されたものである。

その後、①のリーマン・ショックによって欧州は大きな影響を受け（EUに隣接したアイスランドで、民間上位3行が相次いで経営破綻し）、深刻化する事態を察知したフランスのサルコジ（Nicolas Sarkozy）大統領等のユーロ圏（及びEU）の指導者を中心になって、GFCの対処のための奔走が始まった。アイルランドが最初に銀行支援策の対象となり（12月には公的資金投入）、ドイツの不動産金融のHRE（Hypo Real Estate）の破綻危機が表面化し、また、ベルギーの金融グループのデクシア（Dexia）やフォルティス（Fortis）、オランダのINGグループへの公的資金投入等の問題も次々と浮上した。しかし、ユーロ圏全体としての公的資金投入による救済については意見の一致を見なかった。

この時期のECBの金融緩和策は、FRBの協調を得て始まったECBによる（英国の場合と同様な）ドル資金供給を含め、政策金利の引下げ（2008年9月の4.25%から2011年春にかけて1%へ）、流動性供給の際の買いオペの担保国債等の適格要件の緩和等である。いずれも②の対応である。その後、2009年10月のギリシャの政権交代を契機に表面化した大幅な財政赤字問題から出発して、アイルランド・ポルトガル・スペイン・イタリア等の南欧諸国に飛び火し、さらには欧州全体の金融システムまで揺るがすこととなった金融財政危機の悪化を背景に、（既に述べたように、SMPのように）トリシェ総裁の時から金融緩和策が始まっていた。これらの金融政策の性格は、基本的に②が中心だった。

だが、本格的な対処は、その後、金融状況の悪化を懸念したドラギ新総裁の下で2011年末から2012年にかけて、銀行部門にLTRO（Long Term Refinancing Operations）と呼ばれた融資を行ない（従前の短期的なものから長期化し3年等の融資期間）、さらに、2012年9月にOMT（Outright Monetary Transactions）という国債買入れ政策を公表した<sup>99</sup>。しかし、明確に③や④を意図したもの

<sup>98</sup> King 総裁は、国債の購入額を一定にする方針から拡大的な購入策に転じたが、その後の同総裁の意見は2013年のBOE政策審議で通らなかった経緯がある（BOEの政策審議においても少数派に立たされる局面も数度ある）。同総裁は、最後の講演（2013年6月）で、BOEのQE（GDPの20%に相当する政府債を購入した資産購入策〈APP〉）は、实体经济の回復を伴っていない（an anemic recovery）と述べた。なお、2008年のリーマン破綻以前における同総裁の評価は一般に高かったが、その後の評価は一定しない。

<sup>99</sup> 2008年のリーマン・ショックに先行した2007年のパリバ・ショックにより、ECB等は銀行に多額の資金供給を実施し、2007年12月にはFRBがECB等とスワップ協定を結んで欧州にドル資金供給を行なった経緯もある。これらはいずれも①に対応するものであった。また、2010年に小規模のSMPと呼ばれた国債の買入れ策が行なわれたが、これは市場オペと位置づけられている。（みずほ総合研究所のレポート「ECBの新たな国債購入策」〈2012年8月20日〉を参照。）

とは位置づけられていない。OMTについても「金融政策の波及メカニズムを守るためのものである。」と位置づけられている。なお、このような金融政策の他に（あるいは、OMT政策の是非が既述したように欧州憲法裁判所で審査されるような状況下では、と言う方が正確かもしれないが）、EUあるいはユーロ圏では、マイナス金利の議論が行なわれている<sup>100</sup>。

しかし、ユーロ圏の経済は、2012～2013年の2年はマイナス成長が続き、2014年になってようやく回復の兆しが見えてきたとはいうもののそれはドイツ中心であり、高い失業率（12%）に示されるように、仮に回復が見えたにしてもその経済の動きは重い足取りとなっている。筆者が国際会議で時折訪れるスペインでも、危機感の鎮静化により経済が落ち着いてきたが、それでも20%の失業率が続いている。

それにも拘らず、ECB関係者（ドイツ関係者を中心に）の中には、ドラギ総裁のLTRO、OMT等の金融政策について、その性格が曖昧になり中央銀行による財政ファイナンス（政府債務のマネタイゼーション〈monetization of government debt〉）の度合いを高めているのではないかという批判的な意見が根強い。即ち、現在の経済低迷については、ドラギ総裁の積極的な取り組み姿勢にも拘わらず量的緩和へのシフトは遅れていると、英米関係者には映っている。2013年5月には、FRB関係者が低迷するユーロ圏の経済を見て、「ECBも量的緩和政策を採用することが考えられる。」という批判的な示唆を行ったことから明らかなように、これまでの所ECBは英米等の量的緩和政策とは一歩距離を置いたスタンスをとっているものと見る方が適切であろう<sup>101</sup>。

要するに、ドイツ等を中心にインフレに対する懸念と中央銀行による財政ファイナンスに対する懸念は、世界の中でも際立って強いものとなっている。その結果、インフレを阻止することを使命としているECBの独立性を維持するために、中央銀行による財政ファイナンスを回避する意向はきわめて強い。そして、ドラギ総裁のLTRO、OMT等の金融政策に対し、財政と金融の峻別を重視する一部のECB関係者には、ドラギ総裁のアプローチが曖昧であり実質的に安易な金融緩和策になってい

2012年9月7日のドラギ総裁によるOMTについては、当時の状況が南欧の問題国の国債利回りがユーロの崩壊という“un-founded fear”のために上昇し、ECBによる金融緩和の効果が発揮されなくなった、というものであった。従って、「国債買入れを要する政府が一定のコンディショナリティに従う場合には、新たにその国債を買入れることによってこれを是正する必要がある。」という事情があったとされている。なお、OMTにより供給された流動性はすべて不活化している。(ECB “Monthly Bulletin” (September, 2012) pp. 7-11 を参照。)

<sup>100</sup> ECBとしては、2013年5月にユーロ圏の銀行との間でマイナス金利の適用を検討しているとの噂が流れた。また、2014年に入ってから、民間銀行がECBに預ける準備預金に何らかの形でマイナス金利を課す、という議論が浮上した。

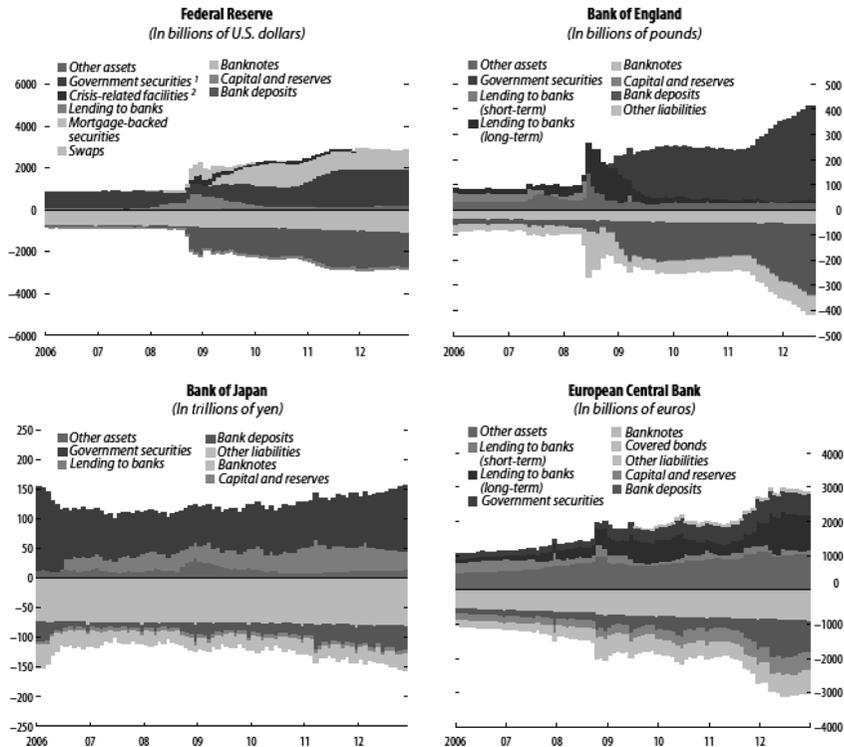
マイナス金利は、これまでも（為替差益や需要の急増を背景に）短期金融取引等において見られ、金融政策としては短期資金の流入阻止のために非居住者の銀行預金等に見られたことはあった。従って、貸出金利を直接にマイナスにするという政策はない。

スウェーデンとデンマークはEUメンバーだがユーロ未採択のためにユーロ圏の外側にある。このうち、スウェーデンは、中央銀行が政策金融として持つ主要な3手段のうち、超過準備預金への金利をマイナスにした。即ち、金利政策の一般的な方式は、(i) 貸出金利（欧州では“interest rate on the marginal lending facility”と言う場合が多い）、(ii) 誘導金利目標（市場オペにおける参照的な“interest rate on refinancing operations”）、及び (iii) 超過準備預金への付利金利で“interest rate on the deposit facility”の3手段の適用において、相対的に高い(i) 貸出金利と低い (iii) 預金金利の間に (ii) 市場オペの金利を置くことによって、政策的に金利誘導を有効にさせるものだが、この (iii) について、スウェーデンでは景気低迷の対処のために2009年から2010年にマイナス金利を実施した。

なお、デンマークの金利政策は上記の一般的な方式とは異なるが、デンマーク通貨高の対処のために、2012年に短期国債オペでマイナス金利を適用するとともに、民間銀行の提供するCD預金口座に対してマイナス金利を適用した。

（上記の議論は主として次のペーパーに拠る：西本さおり、川野祐司「デンマークとスウェーデンにおけるマイナス政策金利」東洋大学ワーキング・ペーパー〈2013年1月〉。

<sup>101</sup> これは、財政と金融を区別し、インフレを嫌うドイツ的な厳格な意味で中央銀行の独立性を維持するために、いわゆる“monetization of (national government) debt”を回避する意向の反映と考えられる。尤も、ECB関係者の中には、ドラギ総裁のLTRO、OMT等の金融政策に対し、その性格が安易に金融緩和的になっており曖昧になっているという批判的な意見もある。



マネタリーベース(banknotes & coins in circulation and banks' current account balances with the central bank) の対 GDP 比率は、米国とユーロ圏では20%をやや下回るが、英国では20%を若干上回っている。日本は、2012 年末段階で27%と比較的高い比率を示している。  
出所: IMF Global Financial Stability Report Chapter 3 (April 2013)

図表 7 主要中央銀行の資産負債構成

るとい批判につながる。

なお、EUでは、⑤については域内国の企業が同じ条件の下で競争することを原則としており、政府からの支援は原則的に禁止されているが、実際には(2009年5月の)ドイツの自動車メーカーのオペル(Opel)、フランスのルノー(Renault)とPSA プジョー・シトロエン(Peugeot Citroen)、イタリアのアリタリア(Alitalia)等への支援がある。

総じていえば、現段階では、日本が量的緩和に最も積極的であり、米国は一步退き、英国は模索中という状況であるのに対し、ユーロ圏はドラギ総裁の積極的な発言の陰にドイツ・オランダ等の慎重論が渦巻いているということであろう<sup>102</sup>。なお、ユーロ圏のインフレーション・ターゲットは、物価安定の「定義(definition)」として2%が示されており、英米等とは異なる側面があることに留意する必要がある。

<sup>102</sup> 2014年2月19日付のFinancial Timesはnews analysisにおいて、対GDP比の2014年の推計として、中央銀行の総資産は、日本銀行が48.8%(2007年に比べ対GDP比自体で107.8%増)、FRB24.1%(同373.6%増)、BOE24.9%(同405%増)であるのに対し、ECBは22.9%(88.4%増)にとどまっていることを指摘している。なお、この中で日本銀行の増加率が低いのは、日本銀行の量的緩和の動きは2001年3月に始まり2006年まで続いたがその後終了し、2008年に再開された経緯に拠る。従って、対GDP比で見ると適切である。但し、FRBとBOEの増加率は、顕著な量的緩和政策が採られたことを意味しており、黒田総裁による新たな量的緩和政策は、増分においても著しい増加を示している。

これら主要中央銀行の政策の特徴は、その資産負債構成を示す次の図表7.「主要中央銀行の資産負債構成」によって窺い知ることができる。

上記の図表7.「主要中央銀行の資産負債構成」は、4主要中央銀行のバランス・シート（上部が資産、下部が負債）を示しているが、いずれも2008年後半から資産・負債規模が拡大していることが分かる。特に、FRBとBOEでは、政府債購入（FRBではさらにファニーメイ〈FNMA〉、フレディマック〈FHLMC, Freddie Mac〉の住宅抵当証券）が急増しており、既に国債購入に踏み切っていた日本銀行と慎重なECBにおいてもこの時期から国債購入（ECBではさらに民間銀行への長期貸付であるLTRO）の増加が見て取れる。しかしながら、このようにして増大した流動性は、いずれの中央銀行においても負債の側では概ね中央銀行への準備預金の増加となっている。

## 2-3. 量的緩和政策の背後にあるデフレ問題の認識

### 2-3-1. デフレーション

日本を含む先進主要国の金融が、10～20年前には想像もしなかったような量的緩和という状況に陥った背景は、具体的にどのようなものだったのだろうか？

デフレが不況的な経済状況と連想されるのは、やや曖昧な経験則によるもので、実際には複雑な事情が背景にある<sup>103</sup>。例えば、香港の場合、アジア金融通貨危機後の1998年11月から物価下落のデフレが続き、デフレは2005年まで続いた。そのデフレの度合いは戦後国際経済の中でもきわめて稀な大幅な物価下落を伴うものだった<sup>104</sup>。この5年余にわたるデフレについては、今日ではアジア危機後の東南アジア通貨の下落の状況下で、米ドルにペッグしている香港ドルが実効レートでも割高となったにも拘らず、ペッグ維持を至上とする通貨政策運営は香港経済の物価に強い下降圧力となった点が指摘されている。それは、デフレが必ずしも不況から生じるものではないことを示すと同時に、負債の重圧（デフレ下におけるフィッシャー効果）も軽微だったことも示している<sup>105</sup>。さらに、デフレ下でも経済成長がありうることを示す議論も多々ある。

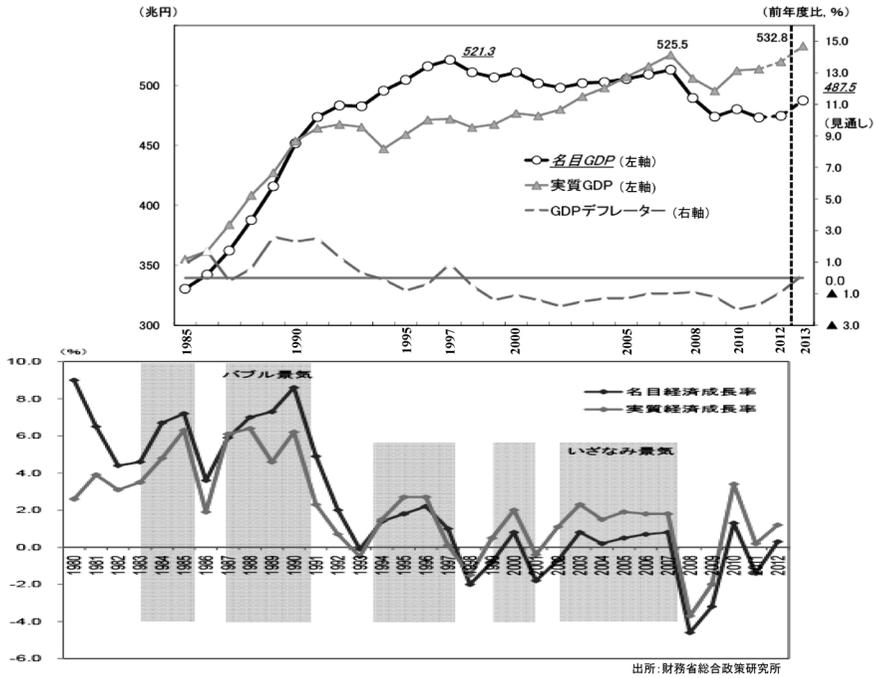
1970～80年代までの主要先進国におけるインフレは、1990年代から収束しディスインフレ（インフレ率の鈍化）となった。特に日本の場合には、2000年前後からインフレ率が0%を下回るデフレに陥った。広義の価格指標であるGDPデフレーターはさらに顕著なマイナス傾向を示し、このようなデフレ的な状況は、2013年に至るまで続いてきた<sup>106</sup>。多くの場合、インフレのときには、名目

<sup>103</sup> 吉川洋東教授は、2013年3月15日付け日本経済新聞「経済教室」において、英国では19世紀前半（1815～1850年）に技術進歩を背景に物価が年平均1.4%下がり、35年間デフレが続いた例を指摘している。この場合、「良いデフレ」とみなされるとしている。また、吉川洋「デフレーション」日本経済新聞、2013年、及び、週刊東洋経済（2013年3月23日号）の同教授へのインタビューを参照。なお、同教授の議論の背景には、内閣府・経済社会総合研究所のプロジェクト「バブル／デフレ期の日本経済と経済政策研究」（2009年、全7巻のシリーズ）がある。

<sup>104</sup> 香港に比べれば、日本のデフレは年率1%程度下落でまだ緩やかなものである。なお、広義の価格指標であるGDPデフレーターはマイナス幅は、消費者物価（CPI）の下落をさらに上回るものだった。

<sup>105</sup> 福田慎一・山田潤司「大きなデフレはなぜ発生し、何をもたらしたか？：2000年代前半の香港の経験から」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』2011年第5号（通巻第106号）2011年3月を参照。

<sup>106</sup> デフレの定義とその弊害にかかわる問題については、内閣府のエコノミスト堤雅彦他「デフレ脱却の意義と課題」（[www5.cao.go.jp/keizai3/monthly\\_topics/2013/0227/topics\\_016.pdf](http://www5.cao.go.jp/keizai3/monthly_topics/2013/0227/topics_016.pdf)）内閣府『マンスリー・トピックス』No.16、2013年2月27日を参照。IMFのデフレーションの定義に関するペーパーは、Manmohan S. Kumar et al. *Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options*, IMF Occasional Paper, June 2003があるが、香港を含め、それぞれの経済に即した形で議論が主流になっているという印象を受ける。



図表 8 名目 GDP と実質 GDP の動向（水準と伸率）

GDP の水準と成長率は実質 GDP よりも高めに出る（結果的に money illusion をもたらす）のに対し、デフレの場合には、名目 GDP の水準と成長率は実質 GDP よりも低めに出る結果となる（結果的に負の money illusion をもたらす）<sup>107</sup>。（図表 8. 「名目 GDP と実質 GDP の動向（水準と伸率）」を参照。）

このようなデフレーションは、所得感覚を将来に対して悲観的なものに、また、収益感覚をコスト削減努力に走らせ、さらに、財政面では税収減に拍車をかける。しかも、実質金利は上昇し、減額しない負債の負担を重くする（いわゆるフィッシャー効果）。さらにまた、デフレーションを予想するマインドセットは消費を先送りし、一国の経済をますます低迷化させ、デフレ・スパイラルに追いやることになる。日本の状況では、不安定な雇用と限られた貯蓄しかできない若い世代が、結果的に所得と資産の再配分効果により、確定した年金と名目額で既に蓄積された貯蓄資産を持つ高齢世代に比べ、不利な立場に置かれる状況が生じることとなった（deflationary redistribution effect on income and wealth）。多くの政策担当者や学者・エコノミストは、このようなデフレを強く懸念する。そして、他の主要中央銀行関係者は、日本のデフレ・スパイラルに陥りそうな状況の二の舞を踏むことを強く危惧してきた。

<sup>107</sup> 正確にいえば、GDP デフレーターは最近の動きを比較すると、GDP デフレーターの方が大きいマイナス幅であるため、名目 GDP の動きはマイナスの消費者物価指数よりもさらに下方に向かうことになる。総務省の統計局の説明によれば、CPI と GDP デフレーターは最近の動きをみると、GDP デフレーターの方が下落幅が大きくなっている。これは、対象の違い（CPI は家計消費を対象を限定しているが、GDP デフレーターは家計消費の他に、品質向上が著しく IT 関連財の比率が高い価格下落傾向の強い設備投資等も対象になる。また、輸入品価格が上昇する原油は、CPI にその分上昇しがちなものに比べ、GDP デフレーターでは製品価格に全て転嫁されない限り、輸入項目であることにより下落に働く場合が多い。）があり、他に算式の違い（CPI はラスパイレス算式、GDP デフレーターはパーシェ算式）などの要因もある。

デフレは19世紀末までは英国等でも時折見られた経済現象だった。おそらく、貨幣経済は進展しつつあったものの、銀行部門による資金供与が未発達な状況下だったからであろう。その後は、管理通貨制度の下で、金融部門の拡大に伴って資金供与が容易となり、次第にインフレ問題に切り替わっていった。そして、金融部門が経済全体において支配的になった今日では、少数の開発途上国、先進経済国では短期間物価の下落は見られたものの、物価下落が続くデフレとなったのはきわめて稀であり、主要国では今のところ日本だけではないかと思われる<sup>108</sup>。もちろん、金融バブルの崩壊は金融資産・不動産等の資産価格の下落と实体经济におけるディスインフレを伴ったが、全般的かつ持続的な物価下落はやはり稀有と言うべきであろう。

### 2-3-2. 日本のデフレに対する解釈

日本は、1990年代当初から2000年代にかけて物価低迷・下落を（断続的に）経験してきた。この間、消費者物価でみて、長期的な経済低迷を経て、2000頃からディスインフレからマイナス1%前後ときわめてゆるやかではあるものの、物価が下落する傾向が明らかとなった。このように、デフレの背景には、長期的な経済の停滞があり、その間に人々の経済観が「楽観」なり「リスク・オン」から逆の方向に大きくシフトしてしまったという現実がある。

しかし、このような傾向に対しては、その具体的、構造的な要因について経済学者・エコノミスト等の間で見方が一致しているわけでは決していない。1990年代初めには、旧ソ連邦の崩壊に伴って安い労働力が西欧のインフレ圧力を弱めたのと同様に、東アジアでも中国等の安い労働力がデフレ的な圧力をもたらすとともに、新興国経済が製造部門の供給能力を高めるためにその圧力が増大するだろうという、ある程度共通した予想はあった。しかし、その議論はディスインフレ時期の初め頃までには当てはまったものの、持続的な物価下落・デフレをもたらすという所までは達していなかったように思える。その後の最近の10年の日本のデフレ的な傾向については、さまざまな分析が行われ議論百出の観があるが、筆者が関心を持った議論としては次のようなものがある<sup>109</sup>。

吉川洋東京大学教授は、近年の日本のデフレの主因を1998年以降の名目賃金の下落とみなしている<sup>110</sup>。その場合、CPIの主要な構成項目である耐久消費財等の価格は先進国にある程度共通して下落傾向にあり、もう一つの主要項目であるサービス価格は多くの場合賃金に連動し、上昇しにくい。そういう中で、名目賃金の動きが下降プレッシャーとして経済全般のマインドセットを形成したのではないか、という議論である。（その対策としては、名目賃金上昇のモーメンタムを強めるとともに、需要創出型のイノベーションが必要と、同教授は主張する。しかし、同教授に対する反論は、日本の賃金の下落は従前の高賃金の下方修正の結果ではないか、また、賃金引上げを検討する余地があるのは幸運な一部大企業等に過ぎないのではないか、というものである<sup>111</sup>。）

<sup>108</sup> 1998年のアジア金融通貨危機以降の香港と2008年のGFC以降のアイルランドの例はあるが、それでもアイルランドは2011年に物価は上昇に転じた。

<sup>109</sup> 日本銀行のデフレに対する考え方は、白川方明総裁の講演「デフレ脱却に向けた日本銀行の取組み」（2012年2月）を参照。

<sup>110</sup> 前記の脚注103を参照。

<sup>111</sup> 名目賃金は、正社員・非正規社員の雇用形態の変化にも関係する。雇用者に占める非正規社員の比率は、1990年代以降徐々に20%を上回るようになり、特に1999年以降25%を上回るとその上昇が加速し、最近では若年層の比率が急速に高まり、全体でも35%と3人に1人という水準になってしまっている。賃金格差についてはさまざまな試算があるが、生涯賃金で正社員の半分以下になるという試算もある。

一方、伊藤隆敏東京大学教授は、長期の経済の停滞により物価が下がり続けるのではないかというマインドセット予想が定着し、消費者にしても企業にしてもデフレ・スパイラルの動きが自己実現してしまっただけではないか、と分析する。(その対策としては、このようなマインドセットを覆すためには、ゼロ金利だけでは済まず、中央銀行によるインフレ目標を重視し、量的緩和の対象を住宅分野等に特定する位の具体性を以って市場に強く働き掛けることが必要ではないかと主張する<sup>112</sup>。しかし、同教授に対する反論は、中央銀行がインフレ目標を達成すべく強く市場に働きかけてもその政策伝搬経路が曖昧であり、銀行貸出しの現状は依然として低迷である、量的緩和は準備預金の上昇で終わり、結局は「真空切り」に終わってしまうのではないかと、というものである。)

池尾和人慶應大学教授は、GDPギャップがマイナスなのと予想インフレ率が低いこと(あるいはデフレ予想)が定着してしまっただけという意味では上記の伊藤隆敏教授とほぼ同じ認識に立つ。しかし、ゼロ金利の下では貨幣数量説のメカニズムは働かず量的緩和を行なっても効果はないと考える<sup>113</sup>。予想インフレ率を高めるためには人々が将来のさらなる金融緩和を信じるのが前提となるがそれができなければ、実体経済に着目して日本の低生産性部門の低迷を打破する必要があると主張する<sup>114</sup>。(そして、量的緩和政策は単に準備預金(≒短期国債)で長期国債を購入することと同等であり、民間銀行サイドでは資産の内訳が長期から短期に変化するだけに過ぎない、として懐疑的な立場をとっている。同教授に対する反論は、量的緩和政策に対する多くの批判の中で最も論理的と思われるにしても、対策の観点からは、懐疑論に留まっており具体策な対応策に欠けるのではないかと、というものである。)

藻谷浩介エコノミストは、日本の生産年齢人口の1995年以降の長期的な減少傾向がもたらす消費への影響と、IT化・オートメーション化を強みとした企業部門の従前の供給志向スタンスからの供給過剰にデフレの主因を求めている<sup>115</sup>。(その対策としては、同エコノミストは、女性の雇用を促進し所得を生み出すとともに消費を高め、名目賃金を上昇させる企業部門の犠牲的努力の必要性を主張する。しかし、同教授に対する反論は、企業部門のマインドセットの切り換えが国際市場における厳しい競争環境の中で簡単には進まず、それ以前に中小企業が疲弊してしまうのではないかと、というものである。)

これに対し、斎藤誠一橋大学教授のように、近年の日本のデフレは決して悪性ではなく、2007～2008年の国際的な食糧・燃料の価格高騰の後の反動的な価格の低下は一概にデフレとは言い難い。また、GDPデフレーターは10年以上続いているが、これは主に交易条件の悪化(輸出競争による輸出価格の低迷と輸入資源価格の高騰により所得が海外に漏れ出ている現象)を反映するものだと診断する。そして、日本の物価下落はむしろ「物価安定」と言って差し支えない軽微なものにすぎないと結論し、これを大砲を撃つような大規模な資金供給の金融政策を批判し、新たな日本銀行の政策を「スズメを撃つのに大砲を用いる」に似た愚行と非難している<sup>116</sup>。(同教授に対する反論は、

<sup>112</sup> 伊藤隆敏教授の「週刊東洋経済」(経済を見る眼)、日本経済新聞の「経済教室」への寄稿等。また、伊藤隆敏「インフレ目標政策」日本経済新聞社、2013年を参照。

<sup>113</sup> この議論の過程で、同教授は、ゼロ金利の下での量的緩和政策が「財政ファイナンス」(monetization of government debt)と「円安誘導」(depreciating effect)という禁じ手になりうるという警告的な意味合いに言及している。

<sup>114</sup> 池尾和人「連続講義・デフレと経済政策」日経BP社、2013年。

<sup>115</sup> 藻谷浩介「デフレの正体」角川 one テーマ21、2010年を参照。また、萱野稔人インタビュー・編「金融緩和の罟」(第1章ミクロの現場を無視したリフレ政策)集英社新書、2013年。

<sup>116</sup> 斎藤誠教授の「異次元緩和の評価：資金、実体経済に回らず」(2013年4月16日付けの日本経済新聞の経済教室)等を参照。

近年のデフレ・スパイラルの悪影響を軽視し過ぎている、家屋が倒れようとしているのに達観しているだけでよいのか、というものである。) <sup>117</sup>

これまでの過度の円高が日本経済を低迷させたのではないか、という議論もある <sup>118</sup>。香港のデフレの場合、香港ドルを米ドルに厳格にペッグするという政策の下でしかもそのレートが過度に高過ぎれば、香港域内での価格調整（下落）が生じたことは既述した。日本の場合、ペッグ政策ではなく自由変動制なので香港のデフレの議論は直接には当てはまらない。しかし、為替市場が（以下に述べるように 2008 年以降）過度に円高に追いやっていたと仮定すれば、その強過ぎる円レートに合わせて国内物価が下方圧力を受け続ける、という議論は成立しうる。仮に、円の名目の為替レートが購買力平価説に沿って徐々に動けば、為替レートが実体経済にもたらす影響は軽微かもしれない。しかし、実際の名目為替レートが過度の（購買力平価以上の）円高を続ける場合には、企業や消費者はそれに応じた対応を迫られる。

企業や個人の段階では、名目為替レートの動きを念頭に置きながら、四半期ごと、半期ごとに、内外の販売戦略の練直し、生産体制・輸送体制の再検討、あるいは旅行計画の変更等に追われている例は枚挙にいとまない。特に、企業が想定していた為替相場（企業内想定レート）を上回る円高の動きは、国内からの輸出意欲を弱め国内投資を慎重にさせるとともに、経営者にコスト削減と賃金切り詰め等の緊縮的な企業経営を迫る背景となった、という議論である。

この円高説に対する批判は、名目の為替レートは確かに 2008 年以降 1 ドル 90 円を割るような円高の様相を呈しているが、どこを実効実質基準年としてみるかで異なる議論になり、一概に「過度な円高」とは言えない、というものである。いわゆる「ビックマック・レート」で言えば、1 ドル 70 円台でもおかしくはない <sup>119</sup>、また、1995 年を基準とする実効実質為替レートでみれば、2013 年に 1 ドル=80 円前後の水準でもおかしくはない（図表 9. 「1995 年基準による日米の消費者物価指数の比較」を参照）、さらに、1998 年基準では 2013 年に 1 ドル=90~100 円ではないか、等の議論が成立する。（尤も、あまり最近の基準年をとることの意味は薄い。）（図表 10-1. 「1998 年基準の比較」、図表 10-2. 「2010 年基準の比較」、及び、図表 10-3. 「日本円の対米ドルレート（名目）」を参照）。

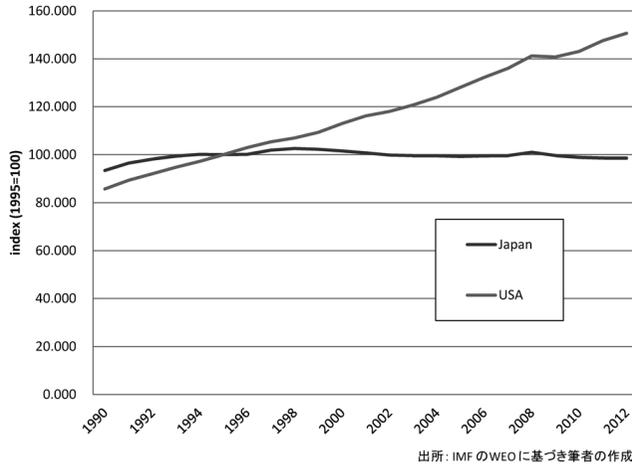
これに加え、円高原因説にはさまざまな疑問に答えなければならない側面がある。第一に、ビジネス感覚に直接的に影響を与える名目レート、短中期的に影響を与える実効名目為替レート、そして長期的な判断に影響を与えるかもしれない実質実効為替レート、これらの異なる為替レートの変化が現代の経済における企業・家計の行動、あるいは多種多様な財・サービス取引に具体的にどのように影響するかについては必ずしも納得のいく説明があるわけではない。第二に、デフレとその結果による

<sup>117</sup> この他の反論としては、内外において 2008 年以降の特異な日本の持続的な物価の下落（デフレ）に対する認識が共通しているという点であろう。また、その計測についても厳密な検証が行われている。

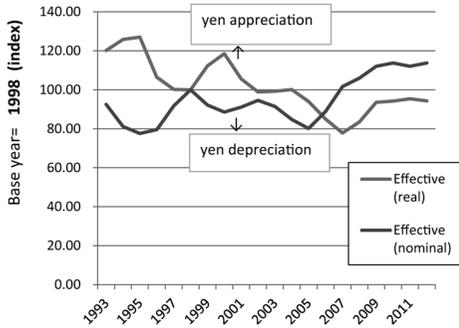
なお、消費者物価指数が金融政策に影響した例として、2006 年初めの CPI 上昇を受けて日銀は、既述のように、量的緩和とゼロ金利政策を解除した。しかし、その直後に政府の消費者物価の基準改定後の CPI は下方修正されたために齟齬をきたすこととなったが、解除は変更されず、結局、2008 年のリーマン・ショック後の 2008 年 12 月以降、再び超低金利の戻るとともに量的緩和が再開された。これは、「CPI ショック」として名を残すことになった。

<sup>118</sup> 内閣府の調査レポート『デフレ脱却の意義と課題』（「マンスリー・トピックス」No. 16, 2013 年 2 月）は、日本のデフレの原因を当初から円高であるという暗黙の想定で議論を進めている。

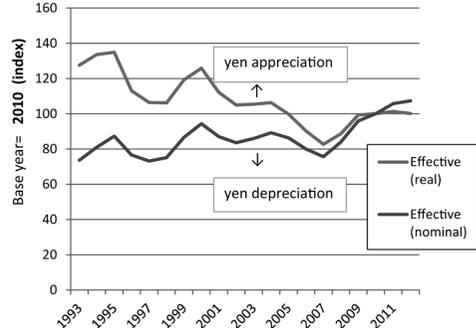
<sup>119</sup> 英国のエコノミスト誌がブランドを打ち立てた「ビックマック・レート」は単純な購買力平価説に立つものだが、分かりやすいためによく引用される。これに拠れば、2013 年段階で日本での価格 320 円に対し米国での価格は 4 ドル 37 セントなので、1 ドル=73 円が適正値ということになる。



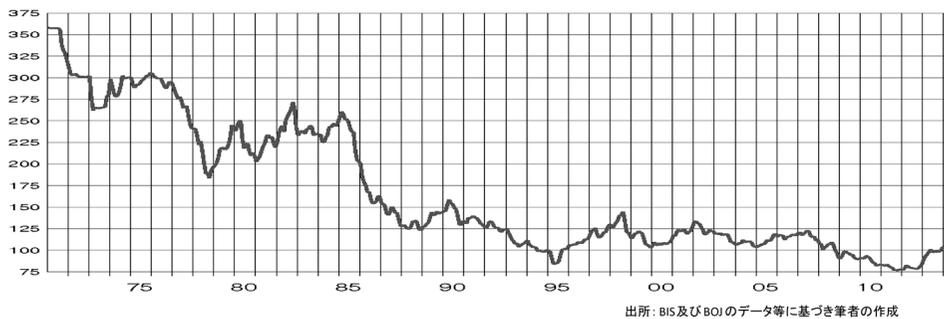
図表 9 1995年基準による日米の消費者物価指数の比較



図表 10-1 1998年基準の比較：名目実効レートの実質実効レート



図表 10-2 2010年基準の比較：名目実効レートの実質実効レート



図表 10-3 日本円の対米ドルレート（名目）

円高がICT化やモジュール化のような技術革新，あるいは流通革命等によってもたらされたものであるのならば，原因よりもむしろ結果の側面を重視すべきではないか，という議論にどう答えるか。この第二の疑問は，前述の斉藤誠教授の議論につながる。第三に，円高過ぎる為替レートであっても，（前述のドル・ペッグ維持を貫いた香港，あるいはユーロ導入のために国内調整に努めて成功したラ

トビアのように) 中長期的には、賃金・物価及び労働・資本等はそれに次第に順応した動きを示し(いわゆる“internal devaluation”)新たな経済均衡がもたらされる可能性があるのではないか、という疑問にどう答えるか。この第三の疑問はこれまでの日本のデフレ等の経済的苦難はまだまだ経過的なものに過ぎない、という結論につながる。

為替レートの問題にはこの他にも市場に特有な複雑な議論が伴う。ただ、近年の円の為替レートが物価に下方圧力を与え続けデフレの主因の一つだった、というパーセプションはあながち間違いとは言えない。1990年代前半から始まった長期にわたる日本の経済低迷を振り返ってみると、円高が過度に進んだのではないかという見解は筆者のみならず政策関係者を含め根強くある。筆者は、日本経済の低迷・混迷の中で、特に2008年以降、あるいは2011年3月の東日本大震災後の苦境の中で、なぜ円高基調だったのか疑問を抱き続けてきた。円のレートは市場実勢(需要供給)で決まる。だが、その市場実勢がいつも首肯されるべきものとは限らない(いわゆる“market fallacy”)。少なくとも1990年代以降、市場が円高を当然視する雰囲気(いわばエトス)の中で円の為替レートが形成されてきたのではなかろうか、それが輸出産業を中心に経済観を弱気にさせ、緊縮ムードとともに投資・消費の低迷をもたらしたのではなかろうか。

### 2-3-3. 日本の量的緩和策に対する懐疑と批判

2013年4月に打ち出された日銀の金融緩和策は、「2年程度でインフレ率2%を達成」、「2年でマネタリーベースを2倍(当時の138兆円を270兆円)」、「国債保有額2倍以上に増やす(89兆円を190兆円)」と、分かり易いが、市場関係者を動転させるような大規模な内容だった。仮に名目GDPを500兆円でほぼ一定とすると、マネタリーベースは対GDP比で27%から54%に増大し、国債保有残高の対GDP比は18%から38%へと急増する。

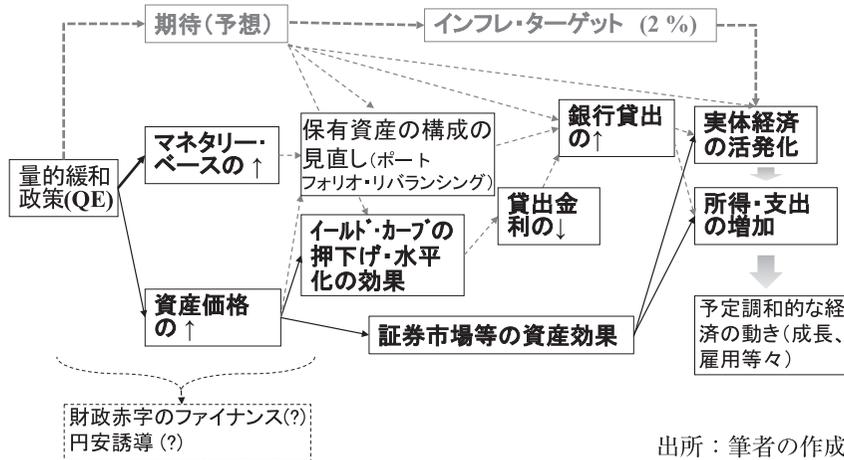
その政策のシナリオは、(a)金融政策の操作目標を(従前の短期の政策金利である無担保コールレートから)マネタリーベースに置き換え、銀行保有の国債を購入することによってマネタリーベースの増大を図り、それを通じて、一方では、(b)銀行保有の国債保有に代えて(低利の超過準備預金ではなく)リスク・テッキングの貸出しに関心を持たせ(portfolio rebalancing)、他方では、(c)中央銀行による国債購入がもたらすイールド・カーブの押下げ効果(及び中長期国債購入の場合にはイールド・カーブの傾斜を水平化<flatten>)によって中長期融資の金利引下げを通じて、結果として、(d)实体经济への資金供給を積極化させる(リスク・テッキングに一步踏み出させる)。さらに、(e)資産価格の上昇を通じて資産効果と将来への期待の変化の経路も視野に入れる。これらは、2%のインフレーション・ターゲットの期待(予想)形成の下で、デフレ・マインドからの離脱をもたらす、予定調和的に安定的な経済状況をもたらすというシナリオとなっている。

政策意図の波及経路については、他の解釈もありうるだろうが、上記のシナリオ解釈に沿えば、その図式化は以下のようなものとなる(図表11。「量的緩和策の波及経路」を参照)。

図表11では、「期待」を意図的に明示している。それは、以下のQE賛否両論において、経済学では曖昧な位置づけになっている「期待」(予想)が議論の核になっている場合が多いからである。

QEの波及経路を巡っては、次のような問題がある。

(1) マネタリーベースを増やせば、市中に出回る資金が増え、物価は上がるだろうか？



出所：筆者の作成

図表 11 量的緩和政策の波及経路

- (2) マクロ経済分析で論じられるフィリップス曲線は、実体経済から物価への影響を説明するものだが、インフレーション・ターゲットの議論は、物価から実体経済への影響が主になっている。そのメカニズムをどのように説明するか？
- (3) QE は、ポートフォリオ・リバランシングをもたらすだろうか？
- (4) 仮に、2%の物価上昇率が達成されても、それは安定的な経済成長や雇用状況を生み出すことを保証するだろうか？
- (5) 日本銀行が巨額の国債を保有することは、中央銀行を含む広義 (amalgamated) の政府部門の観点から見れば、空からヘリコプター・マネーをばらまいているのと同じであり、いずれ通貨に対する信頼がなくなり、予想外のインフレにならないか？

以下では、これらの問題に対する論議を QE 推進の積極派と実態重視の慎重派を対比させる形で紹介し、筆者の見解は最後の **おわりに** で述べることにしたい。

(1) については、Alfred Marshall や Irving Fisher 等が重視した貨幣数量説 (quantity theory of money) の  $MV=PY$  から議論は出発する。ここでは、マネーストック  $M$  を増大させれば、一定の流通速度  $V$  の下で、価格水準 ( $P$ )、実質 GDP ( $Y$ ) のいずれかまたは双方が上昇する。QE 推進派は、まず  $M$  と  $P$  の関係に着目する。 $M$  の増大はしばしばリフレーションと呼ばれるため、QE 推進派のエコノミストは、リフレーション派と呼ばれることもある<sup>120</sup>。彼等は、金融政策においてマネーストック

<sup>120</sup> 大胆な金融緩和によってインフレ期待を高めれば、低迷する経済状況でも実質金利を下げることによって経済が刺激されるという議論は、特異な視点を持つ Paul Krugman 教授の「日本の罠」(1998年)というエッセイあたりが嚆矢であり、2000年前後には同教授の「恐慌の罠」(2002年)の他、岩田規久男教授、浜田宏一教授等が金融緩和論の先鋒となった。これに対し、 $M$  (貨幣供給量) 増大の影響は限定的であるとする実体経済の動きを重視する吉川洋教授や日本銀行エコノミスト等が反論した。

10年余を経過して、再びこの論争が蘇った。最近では、金融緩和策を有効と考えるエコノミストをリフレ派、これに対し、その限界を指摘し経済構造の改革が重要と考えるエコノミストを構造改革派という呼称も定着してきた(2013年6月23日付日本経済新聞の福田慎一教授の「正念場のアベノミクス」を参照)。この間に、欧米においても、(特にリーマン・ショック後には)低迷する経済状況を打開するために、インフレーション・ターゲットと QE を組み合わせた政策論議が盛んになる傾向がみられた。

クの増大によるインフレーション・ターゲットの実現を重視し、実質金利を下げることを通じて、経済刺激効果を強調する。QE 推進派は、さらに、CPI の上昇率が安定的にプラスになるまで金融緩和を続けることを確約することにより、金融関係者等が長期にわたって継続的なゼロ金利政策・量的緩和政策を期待するので、結局はインフレーション・ターゲットが達成される、と主張する。

しかし、これを批判する実態重視派は、ゼロ金利のような超低金利を前提とすると、現金保有の機会費用の低下、資金の退蔵〈hoarding〉等の要因により、マネタリーベースは増大しても实体经济を流通するマネーストックは増加しない、換言すれば、マネーの流通速度が低下するだけと主張する。さらに、マネーストックが増加するには、实体经济が活発化しマネーに対する需要が増大する必要があるが、現在の日本経済はその活力に欠ける。従って、マネタリーベースを増やしても、それは銀行の超過的な準備預金の増加になるだけで、物価上昇、GDP 増大にはつながらない、と主張する。

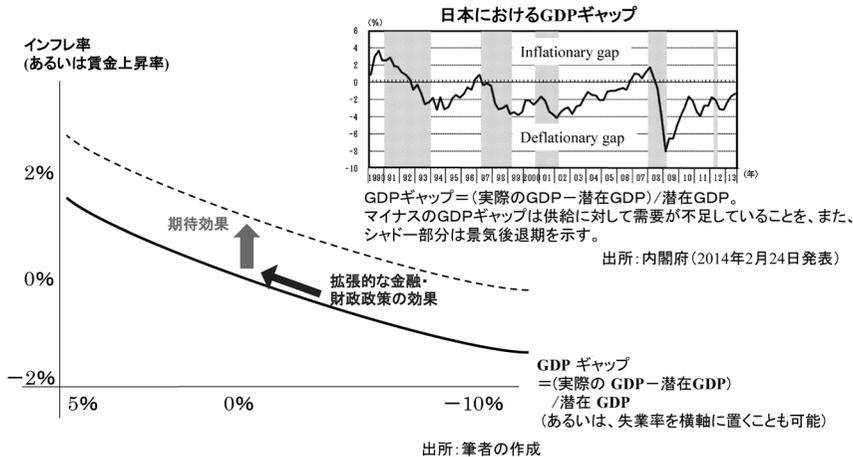
実際の動きは、日本のマネタリーベースが 1992 年のバブル崩壊以降著しく増大したにもかかわらず（40 兆円から 200 兆円へと 5 倍近く、また、2008 年以降では 2013 年末までに 90 兆円から 200 兆円と 2 倍以上）、名目 GDP は 500 兆円程度で大きな変化はなく、マネーストックの増加も低迷し続け（M3 でみて 2008 年の 1,034 兆円から 2013 年末 1,174 兆円と 13% の増加、年率 2~3% の増加に過ぎない）、そして、物価は 1% 以下と低迷してきた。要するに、V が低下するとともに、企業の財務行動が借入返済と自己資金保有の増大にシフトしたこと（債務依存〈leverage〉から債務収縮〈de-leverage〉への位相の変化〈phase transition〉）、あるいはリスク回避に向かったことが企業部門の状況だった。

2013 年後半からは景気の持直しの気配が見られたが、QE 推進派は、QE の効果は次第に現れている、QE の実施後インフレ率は多少なりとも上向きとなっており、実質金利は低下している、と主張している。これに対し、実態重視派は景気の持直しのモーメントに疑義を示す一方、QE 推進派は、2% のインフレーション・ターゲットを達成するためには追加的な措置もありうる、と主張している。

(2) の議論は、マクロ経済の分析ツールであるフィリップス曲線の議論が出発点になる。この曲線は、次の図表 12. 「フィリップス曲線」に示されるように、横軸の潜在 GDP と実際の GDP の差に示される GDP ギャップ（あるいは失業率）と、縦軸のインフレ率（あるいは賃金上昇率）との間に右下がりのカーブ（フィリップス曲線）で示される関係に着目する<sup>121</sup>。

<sup>121</sup> このフィリップス曲線の関係式は、背後の利子率、産業構造の変化等の要因を無視（あるいは一定）し、特定の主要な経済変数間の関係に着目するものであり、（貨幣数量説と同様）いわば一種の“loose thinking”（または woolly thinking）の経済モデルだが、マクロ経済分析においては、その簡便性のためにしばしば登場してきた。このような議論は単純明快で議論しやすいが、背後の諸変数には立ち入らないことがしばしばある。量的緩和政策を巡るエコノミストの議論は百花繚乱のように見えるのも、所詮はこの“loose thinking”のモデルから出発しているためであり、その結果は百家錯綜の状況となっている。

なお、フィリップス曲線については、1970 年代に Milton Friedman 等が家計・企業等の経済主体が合理的に行動するならば、失業率はその国に固有な自然失業率に収まるはずであり、マクロ経済政策を操作しても、インフレには影響を与えが失業率は変わらないという意味で、垂直線的なフィリップス曲線を主張した。しかし、今日のフィリップス曲線をめぐる議論は、特定の（2~3% の）インフレーション期待の定着によって、フィリップス曲線は水平方向になりつつあり、それを前提にしたマクロ経済の議論に変わりつつある。その場合でも、フィリップ曲線を巡る議論は、实体经济での（失業率、デフレギャップのような）変数が総需要・供給あるいは有効需要・潜在供給能力等を通じて物価水準に影響を与えるという前提に立っており、物価水準の変化が实体经济の変数を説明するものではない。



図表 12 フィリップス曲線

日本におけるフィリップス曲線は、近年のデータに基づけば、縦軸は物価上昇率 2% と -2% の間、横軸は GDP ギャップでみて 5% から -10% の間で、左上から右下に斜めに横切るような比較的水平なものと思定できる。これを前提にすれば、QE は GDP ギャップとインフレの状況を、金利押下げ効果と資金のアベイラビリティの増大を通じて、曲線に沿って右下から左上に異動させる。しかし、それだけでは 2% の物価上昇率に到達するのは困難である。

そのためには、さまざまな経済主体のインフレーションの「期待」（予想）水準を上方にシフトさせる（フィリップス曲線自体を上方にシフトさせる）ことが考えられるが、QE 推進派は、政策担当者がその物価上昇率を前提にさまざまな手段（巨額の資金供給，超低金利等々）を持続させ、その政策の持続性をさまざまな経済主体が受け入れていくことを通じて可能であるとみる。しかし、実態重視派は、そのシフトのプロセスが不明であると主張し、一定のインフレ率の期待の定着（anchoring of inflation expectation）の議論においては経済学的なロジックが見失われている点を批判する。

実態重視派は、この物価への影響について、ゴム紐に譬えて次のように議論する。インフレ率が 2 ～ 3% をはるかに超えるインフレ経済においては、金融引締めにより物価上昇率の抑制は可能であり、総需要抑制という明確な政策効果の波及経路は存在する。しかし、日本のようにデフレ的な経済においては物価を上昇させる場合の政策の波及経路はきわめて不明である。即ち、ゴム紐は 1メートル先の物体を手元に引き寄せるときには有効かもしれないが、1メートル先の物体を先に押しやるときには全く無効であり、金融政策はこのゴム紐に例えることができる、という議論である<sup>122</sup>。

QE 推進派は、このような批判に対し「期待」の役割を過小評価している、（次の（4）で述べる）Great Moderation の実例はきわめて示唆的である、として反論する。

（3）については、QE 推進派はリバランスの効果を肯定的に捉える。しかし、そのメカニズムにつ

<sup>122</sup> 池尾和人教授は、2013 年の blog 論争で「名目 GDP の大きさは 20 年間とほぼ同じだけれども、ベース・マネー（マネタリーベースとほぼ同義）残高は 20 年前と比べて 3 倍以上に増加している。この事実、貨幣数量説的な考え方とどのように調和させられるのであろうか。」と指摘している。

いては批判が絶えない。例えば、実態重視派は、日本銀行が国債を大量に購入して中長期の金利の下げを図れば、いずれ超過的な準備預金に付されている金利 0.1%との差が縮小し、民間銀行は平均運用利回りの低下に直面し貸出しを拡大するインセンティブが増大する（いわゆるポートフォリオ・リバランス効果）をもたらす可能性は否定しない。しかし、貸出しに伴うリスク・プレミアムを考慮すれば、そのような事態まで行くのだろうか、と疑問を呈する。このような議論を巡ってさまざまな議論が行なわれている<sup>123</sup>。

QE の効果について懐疑的な池尾和人教授は、このポートフォリオ・リバランス効果について 2013 年 12 月 4 日付け日本経済新聞の経済教室で、「準備預金に積み上がっている」として「実体経済へ有効な効果が及ぶとみるべきではない」とみている。また、鹿野嘉昭同志社大学教授は、2014 年 2 月 11 日付け日本経済新聞の経済教室で 2011 年 3 月以降の銀行貸出の増加について、懐疑的な観点から、大企業向け貸出しは（問題を抱えた）「電力会社向け」と「海外企業の買収に関連」に影響され、中小企業向け貸出しは「弱い」、個人向け貸出しもその大宗を占める住宅ローンは「旧住宅金融公庫が住宅ローン市場から撤退した影響」という側面を指摘している。

また、QE が推進される過程で、証券等の資産価格が上昇することについては、実態重視派は、それは単に低金利のもたらす「金融相場（money-driven sanguine market）」に過ぎず、実体経済の基礎的な動き（underlying trends）との乖離を強く懸念する。現に、海外では、投資リスクはあまり変化しないのにジャンク・ボンドの価格が上昇し（金利は低下）、事業収益をはるかに上回る株価の高騰が見られる等の指摘が一部市場関係者から聞かれる、としている。

(4) は、パーセプションの問題である。即ち、インフレーション・ターゲット政策は自動的に（予定調和説のように）成長・雇用の安定化という効果を伴うのか、という政策フレームワーク（policy framework）に対する実態重視派からの疑問である<sup>124</sup>。この点については、バーナンキ前 FRB 議長が 2012 年 3 月に行った講演<sup>125</sup>で、低インフレの下で経済の安定的な成長が見られた時期として 1986 年から 2007 年までの約 20 年間の Great Moderation の時期を重視している点が注目される。同前議長

<sup>123</sup> 例えば、例えば、2013 年 4 月 5 日付けの深尾光洋「日銀の量的・質的緩和の効果とリスク」（[www.jcer.or.jp/column/fukao/print470.html](http://www.jcer.or.jp/column/fukao/print470.html)）等を参照。

<sup>124</sup> 2013 年 2 月 8 日付の Financial Times における Martin Wolf の“A case to reconsider the basis of monetary policy”に見られるように、「Marvyn King BOE 総裁の言う“the anchoring of inflation expectations…has been the most successful aspect of the inflation targeting regime”というような policy framework は、確かに“stabilize inflation”ということだろうが、“it would help stabilize the economy.”（GDP の喪失、雇用不安、将来展望に）効果があるという保証はない、また、政策意図の伝播経路に関する議論が余りにも loose thinking なのではないのか、という疑問を提示している。

<sup>125</sup> Ben Bernanke “The Federal Reserve and the Financial Crisis” (Lecture 1-4 at George Washington University School of Business March 2012) ([www.federalreserve.gov/newsevents/lectures/about.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/lectures/about.htm)) を参照。この講演の中 (Lecture 1) で大恐慌後の FRB (=Fed) の金融政策が引き締めを目指していたことの誤りを強調し（この見解は既に 2003 年のダラス連銀における Milton Friedman を讀める講演で示されていたが）、(the Fed) “failed, both on the monetary policy side and on the financial stability side. On a monetary policy side, …the Fed did not ease monetary policy…” と述べるとともに、(Lecture 2) で、同議長は “amazingly, starting from about 1986, look at what happens to GDP variability between 1986 and 2007 or so. The variability from quarter-to-quarter is much less, … it’s just very striking how much more stable the economy was over these 20-year or so year period. This was true not only for real GDP growth; it was also true for inflation. So again, this is the same picture basically. The line, the vertical line in the middle of the graph splits the time period from pre-1986 and post-1986. … You can see the huge spikes in inflation in the ‘70s. And then in post ‘86, you see much more stable, much lower volatility. So both growth and inflation were much more stable and really quite remarkable to a quite remarkable extent and something that economists commented on quite frequently. That was the so-called The Great Moderation.” と述べて、1970 年代の “Great Stagflation” と対比させている。

のパーセプションは、低インフレと経済の安定的成長の同時達成が可能ということを示唆している。実態重視派は、それが果たして予定調和的な形で実現できるものなのだろうか、という疑問を提示する。これに対するさらなる反論は、量的緩和政策に支えられた米国経済は現に 2013 年央にかけて経済活動の好調の方向に動き出しているのではないか、というものである。

(5) については、既に述べたように、実態重視派の目には QE 自体は単に銀行保有の国債等の証券が準備預金に代わるだけのことであり、マネーストックを増大させるものではない、と映る。そして、日本銀行が国債のかなりの部分を保有することはまさに中央銀行による財政ファイナンスであり、財政運営と金融システムの信頼を一挙に失うことになる。財政の債務累積問題に対する日本政府の真剣な取組みが行なわれなければ、何かのきっかけで国債価格の暴落（金利の急上昇）が生じ、円（日銀券）に対する信頼が失墜する。その結果は、物価狂乱のみならず社会経済の大混乱であるという懸念は、QE 推進派も否定していない。

確かに、QE は、米国ではまず株式等の金融資産、次いで住宅資産のような資産市場の価格を引き上げる効果をもたらした。その資産効果と住宅貸出しの復調は米国経済にプラスの効果をもたらした面がある。だが、日本はどうかとなると、QE 推進派と、実態重視派とは大きく異なってくる。

前者（QE 推進派）は、マネタリーベースの増大とその維持を通じてリスク・プレミアムを減少させることは、イールド・カーブをフラット化させる働きを持つので長期金利の低下を促す。さらに、金融緩和の持続の方針がさまざまな経済主体の「2%のインフレ期待の安定化・定着化」を通じて、フィリップス曲線を上方にシフトさせる。従って、「笛吹けば踊る」シナリオは明確である、と主張する。

しかし、後者（実態重視派）は、QE は短期金利に直接影響するとしても、長期金利には有効とは言えない。即ち、（短期金利に比べ）長期金利に影響する要因が将来にわたるインフレ予想や将来の不確定要素を反映するリスク・プレミアム等のさまざまなものを含むからであり<sup>126</sup>、2%のインフレ期待が定着化すればするほど、理屈の上では長期金利は2%を上回る水準に押し上げられるはずである。2014年4～5月の長期金利の動揺後の低利における落ち着きは、QEと裏腹の国債買入れがもたらす債券の「金融相場（money-driven sanguine market）」であり、政府債務に対する懸念がいずれ再燃する場合は、2%のインフレ予想とは性格の異なる財政運営に係るリスク・プレミアムを反映した金利形成が行なわれるであろう、と警告する。

---

<sup>126</sup> この他、債券の満期期間に応じた *habitat hypothesis* によるそれぞれの期間の需給関係の要因も否定できない。いずれにせよ、このような要因により、金融緩和策であるにもかかわらず、2013年4月の日銀の大胆な国債買入れ政策は、長期金利の動きを一時的に不安定にした局面をもたらした。

## おわりに

今次の大胆な日本の量的緩和政策は、一方で少なからぬ市場関係者のパーセプションに影響することに成功した。それ自体、黒田総裁の意図は成功したとも言える。しかも、2014年に入って物価、賃金、雇用等の経済指標は、部分的にこの金融緩和に応じるような兆候も見せている。他方では同時に、上記の議論(1)~(5)で示したように、量的緩和政策が抱える難解な論議が展開されている。

さらに、次のような難解な議論もある。それは、(既に**1-4. 金融と財政**の議論とも深く関係するが)中央銀行の独立性に疑問を投げかける議論である<sup>127</sup>。即ち、公的部門も民間部門も、双方ともに、いわばバランスシート調整として債務収縮(deleveraging)を図る場合、経済と金融が収縮してしまうので、中央銀行の独立性は絶対視する必要はなく、マクロ経済運営の観点から判断されるべきという議論である<sup>128</sup>。そのエッセンスは、このような場合、流動性の罠(liquidity trap)で示されるように金利低下が投資等の有効需要を生み出さないデフレ的な状況なので、これを克服するためにはマクロ政策の観点から政府債務の弾力化と中央銀行の債務分担を容認せざるをえない、というものである。それは、中央銀行による財政ファイナンスの議論の琴線に触れるものであり、ヘリコプター・マネー論を財政との関係で論じるものとも言えよう。

日本の場合には、270兆円まで積み上げた内供留保を持つ(大企業等の)民間企業部門が債務縮小の傾向を示す一方で公的部門も過大となった政府債務に対処しようとする時には、上記の議論はきわめて微妙な意味を持つ<sup>129</sup>。即ち、年々のフローとしての政府債務を縮小しようとした場合の日本銀行の債務分担をどう考えるか、という問題である。少なくとも、この観点からの論議はほとんどなかったし、量的緩和政策がこの観点から議論されたということもない。ドイツでは是認されない議論だろうが、米・英・日では曖昧にされてきた問題とも言える。

目を転じて、今日のような非伝統的な異例の金融政策が採用されている金融資本市場の安定性については、国際機関レベルではどのような議論が行なわれているのだろうか。**2-2-1. 量的緩和の政策的な位置づけ**で議論したように、巨額の量的緩和を中心とした“unconventional”の金融政策は、金利機能を犠牲にしているため、金融資産等の価格形成、資金の流れに歪み、リスクの偏在等を暗黒星雲(black nebula)のように醸成している可能性がある。あるいは、量的緩和が何らかの形でrisk takingを越えてspeculativeなものにspilloverしている可能性もある。最近の一部の資産市場のバブル的な現象はこのような流れの一端であろう。

グローバルな観点から金融システムの不安定化に対処する大元締めFSBは、マクロ・ブルーデ

<sup>127</sup> この議論は、公的部門・民間部門と債務拡大・縮小の側面に着目して、4つの象限(quadrant)を想定する。即ち、(i) 公民両部門で債務拡大、(ii) 公的部門は債務返済だが民間部門は債務拡大、(iii) その逆の公的部門は債務拡大だが民間部門は債務返済、そして、(iv) 公民両部門で債務返済、が考えられる。このうち特異な最後の(iv)の象限においては、経済と金融が縮小過程に入ってしまうので、中央銀行が市中に流動性を供給する任務が生じてくる、という議論である。

<sup>128</sup> McCulley, Paul and Zoltan Pozsar “Helicopter Money: Or How I Stop Worrying and Love Fiscal-Monetary Cooperation” January 2013, GIC Global Society of Fellows を参照。

<sup>129</sup> 日本では、戦後初の国債発行が行われた1965年(正確には1966年1月)の国債消化に当たって、日銀の直接引き受けを避け、市中消化か、資金運用部の部分的消化か(運用部が一部保有してきた金融債を日銀が購入し、その余裕で国債を買入れ)等を巡ってさまざまな議論が行われた。(大蔵省「昭和財政史一昭和27~48年度」及び日本銀行百年史第6巻等を参照。)このように、政策論としては、国債の市中消化と言っても実際にはさまざまな対応がありうる。

ンスの観点から量的緩和政策の影響を議論しても可笑しくはないようにも思えるが、これまでそういう議論があったとは寡聞にして聞いたことがない（2014年3月にはBISの季報で“undue delay in the normalization of monetary policy” after QEのもたらすリスクを明言した程度である）。この問題については、FSBと協調して、国際金融資本市場の状況分析に秀でているIMF、量的緩和政策がクロス・ボーダーの形で与えている国際金融資本市場への影響（spillover effects）に関心を持つIOSCO（証券監督者国際機構）とBCBS（バーゼル銀行監督委員会）による論議の展開が期待される。

デフレの原因に関する議論は単純ではなく、既に論じたように内外のエコノミストの間でコンセンサスがあるわけではない。ただ、さまざまなデフレ論議は、直接間接に、デフレ対策としてどのような対策が有効かという政策論に帰着する。筆者は、**2-3-2. 日本のデフレに対する解釈**で示したように、デフレの主因の一つは市場がもたらした強すぎた円レートにあったのではないかと考えている。そして、1990年代のバブルの後の政策の混迷、特に政府に対する信頼の急落が日本のデフレ・マインドの遠景となり、消費疲労と高齢化社会の暗雲帳（とぼり）が加わって、デフレ的な状況が居座ってしまったのではないかと考えている。

そういうデフレ・マインドを払拭するには、金融政策だけでは十分ではない。デフレ・マインドがジワジワと居座ったように、その払拭にはさまざまな政策の組合せが相俟ってようやく効果を発揮する。筆者の目には円レートの是正と見える動きも、景気の回復の一助となりうる。その意味では量的緩和政策だけを強調し過ぎたり過信したりすることには問題が多い。

一方では、20年近く苦難を続けた日本の企業部門は、ICT等の技術革新がもたらした変革を踏まえ、また新たな息吹を感じさせる物流改革をも視野に入れながら、新たな企業戦略を内外に展開させていく立場にあるのではないだろうか。また、家計部門も高齢化社会の理解を深めながら、雇用情勢と賃金の状況に応じて効用度の高い商品・サービスに支出することを模索しているのではないだろうか。他方では、政府が不要な規制撤廃と年金医療等の社会保障制度の改革に本腰を入れるならば、企業、家計部門の自立的立ち直りはさらに展望が開けてくるかもしれない。

しかし、2%のインフレーション・ターゲットの議論において、上記のような経済の動きが予定調和的に展開することを望むことはできても期待することは難しい。今日の多くの経済主体は、そういう展開が素直に信じられないという醒めた心理状態にまで位相の変化（phase transition）を遂げてしまったように思える。

筆者は、量的緩和政策それ自体の有効性について懐疑的である。前記の**2-3-2. 日本のデフレに対する解釈**で比較した諸議論の中では、池尾和人教授に見解に近い。そして将来的には、量的緩和政策をできるだけ早急に収束させ、金利機能を取り戻すことと同時に、金融と財政の独立性とその相互関係についてさらなる研究の成果を期待しながらも、当面は金融の独立性と財政の独立性の双方を追求することが不可欠と考えている。そこからもたらされる緊縮的な状況を打破するためには、第二次世界大戦後の改革に匹敵するような構造・制度・規制緩和等で展望を開くことが不可欠である。多くの論者もこの問題を指摘しているが、どの程度本腰の入った実施策につながっているかは疑わしい。

また、筆者は、量的緩和政策が結果的に新興国や開発途上国の地道な開発努力を振り回しかねない

ことを懸念している。これら諸国については、IMF 等との協議を踏まえて、ヘッジファンド等に対する資本規制を適用することが不可欠のように思える。同時に、筆者自身の政策支援の経験を振り返ってみて、これら諸国には政策運営にいらだちに似たものを感じている。2007年以前から2010年にかけて日本やスイス等の低金利の資金を利用して負債を膨張させ不動産バブルに見舞われたハンガリーやラトビアを含む中欧諸国等は苦難を重ねたが、真摯な指導者はその打開に向け努力を積み重ね何とか瓦解を回避し成長軌道に乗せる段階にたどり着いた（ラトビアは2014年にはユーロシステムに参加に漕ぎつけた）。しかし、このような政策運営の緊張感は他の開発途上国等に共有されているようには思えない。

異例の金融政策の実験は2014年に入っても続いているが、デフレ脱却という展望はまだ開けていない。不幸にしてデフレが改善せず経済の低迷が続く場合の苦境は簡単には描けない。いずれ長期的には自律的な反転があるかもしれないが、おそらくそれ以前に貧すれば鈍するに似て制度やルールの箍（たが）が緩み、活力の乏しい凡庸な経済社会に成り下がっていく可能性が高い。何よりも懸念されるのは、政策というものに対する失望と不信の招来だろう。

仮にその展望が明るい「吉」となったとしても、その理由の解釈を巡って量的緩和推進派と実態重視派の論争が続くように思える。例えば、量的緩和推進派のシナリオの見通しが当たったという気負った解釈に対し、景気循環的な解釈、あるいは、量的緩和とは異なる要因による回復の基調が現れたからだという負け惜み的な解釈等さまざまな議論が続出しよう。これらの議論が、would-be science の枠を超えて展開されるかどうか…。

経済学的な観点からすれば、論議の核心的な問題は、そこに生じたのは量的緩和推進派の言う「期待」の成果だったのか、それともインフレーション・ターゲットを信じた「錯覚」(illusion)がもたらしたものなのか、ということになるのではないかという予感もする。量的緩和推進派は、当然「錯覚も期待のうち」という議論を展開しよう。しかし、錯覚は別の方向に走ることもありうる。いずれにせよ、錯覚を巡る論議は、膨大な政府債務、対外収支の構造の基本的な変化、農業改革等の難題を巡る議論には役立ちそうもない。

デフレ問題については、集団的な錯覚が好影響をもたらすことが皆無とはいえない。そして、それが新たな既成事実となり、そこが再出発点となるという「歴史」の道をたどるのかもしれない。

もちろん、量的緩和推進派、実態重視派のいずれの議論も、所詮は「葦の髄から天井を覗く」ようなものだった、というような事態の展開となる可能性は残っている。その場合、これまでのような議論は、若い世代から「何か、勘違いしているたのでは？」という皮肉を提示されるかもしれない。ただ、最小限言えることは、金融政策を過信することの誤りであり、その他の経済政策の重要性を再認識することの重要性である。