

非伝統的金融政策

——日本銀行と欧州中央銀行を中心に——

春 井 久 志

要 旨

黒田日本銀行総裁によって「量的・質的金融緩和政策（QQE）」が2013年4月に導入されて以来、5年目に入る。当初の「2年で2%の『物価安定目標』を達成する」という公約はいまだに果たされていない。毎月60～80兆円の国債購入を続ける日本銀行（BoJ）の非伝統的金融政策により日銀が供給するマネタリーベースは2012年末の約100兆円強から2016年末には約460兆円に達した。それにもかかわらず、直近の消費者物価指数（コアCPI）はわずかに+0.2%にとどまっている。一般に、中央銀行の目的は通貨価値の安定と金融システムの安定的維持の2つであるとされる。前者の物価安定を達成する政策手段が中央銀行のマクロ金融政策である。最初に、日本銀行の伝統的金融政策を概観し、次にゼロ金利政策などの非伝統的金融政策を考察する。次に、日本銀行よりも早くマイナス金利を導入し、量的緩和策にも踏み込んだ欧州中央銀行（ECB）の非伝統的金融政策を検証する。ECBは、BoJとは対照的に、2017年4月から毎月の国債等の購入額を削減し始めた。それではなぜ、BoJのQQEが企業の設備投資や家計の消費支出を刺激して、経済成長を促進しなかったのであろうか。ケインズの投資誘因（資本の限界効率、市場利子率およびアニマル・スピリット）に基礎を置く「ひもの理論」を用いてその謎を解明する。この際に、供給の弾力性が低く、主として利子率や期待で資産価格が決定される「資産市場」と供給の弾力性が高く、主として生産費で生産物価格が決定される「生産物市場」との峻別が重要である。最後に、経済成長率を押し上げる3つの要素（雇用量の増加、資本ストックの追加、技術革新・進歩）の重要性が指摘される。

目 次

はじめに

I. 日本銀行の金融政策

1. 中央銀行の目的

2. 伝統的金融政策

3. 非伝統的金融政策

II. 欧州中央銀行の金融政策

非伝統的金融政策

1. 「ドラギ・マジック」
 2. マイナス金利を含む「包括的な金融緩和政策」
 3. ECBの量的緩和政策
 4. 量的緩和政策：「追加緩和」から「縮減」へ
- Ⅲ. 日本銀行の「異次元緩和策」の効果と「政策環

境」

1. 異次元緩和策（QQE）の効果
2. 「アベノミクス」の成果と誤算
3. 「ひもの理論」とQQE

結びにかえて

はじめに

2013年4月に「アベノミクス」の第1の矢としての「異次元緩和策」あるいは「量的・質的金融緩和策（QQE）」が導入されてから4年以上が経過した。この「非伝統的金融政策」を運営してきた黒田東彦日本銀行総裁は、2016年12月のインタビューにおいて日本銀行の金融政策の現状と今後の見通しについて次のように述べた¹⁾。

同月26日に安倍晋三首相が、政権発足4年にあたって、アベノミクスによって「デフレではないという状況をつくり出した」と述べた。しかし黒田総裁は、この首相の自己評価に対して「持続的に〔物価水準が〕下落するデフレ状態ではなくなったが、デフレ状態に戻る可能性がない状態とは言えない。まだ2%の物価目標を実現できる状況にはなっていない」と目標の未達を率直に認めた。

この慎重な現状評価の背景として、同年1月に日銀が導入を決めた「マイナス金利政策」が国内外に大きなサプライズを引き起こしたことがあると推測されている。この政策は、中国経済の減速や原油価格の下落による金融市場の不安定性を払拭することを狙いとしていた。すなわち、民間銀行が日本銀行に預けている準備預金（日銀当座預金：日銀当預）の一部に0.1%

の金利を課す仕組みである。銀行がこの懲罰的な金利を回避しようとして低い金利でも融資を拡大し、国債購入を増額すれば、市場金利一般が低下して個人消費や企業の設備投資を活性化してデフレから脱却できると日本銀行が考えたと推測されている。マイナス金利政策の導入直後の2月には長期金利の指標となる新発10年物国債利回りが初めてマイナスになり、これと連動して住宅ローン金利も低下した。

しかしマイナス金利政策による金利低下は銀行の収益を圧迫し、保険会社や年金基金も資金運用難に苦しむようになった。マイナス金利の「深堀り」は困難になったと考えられる。

これを受けるような形で、日本銀行は同年9月に従来の異次元緩和策の「総括的な検証」を実施し、非伝統的金融政策の枠組みを転換した。日銀当預の金利をマイナスに維持しつつも、長期金利をゼロ%程度に誘導する「長短金利操作政策」を新たに導入することを決定した。今回新たに採用された「イールドカーブ・コントロール（長短金利操作）」と「オーバーシュート型コミットメント」は、従来の「短期決戦」型からの政策枠組みから「持久戦」型枠組みへの転換である、とみなすことができる。しかしながら日本銀行の金融政策委員会内の「リフレ派」への配慮から、金利誘導型の金融政策にマネタリーベース（資金供給量）増加へのコミットメントも残すという屋上屋を架す

「不自然な枠組み」となった。

黒田総裁の下における日本銀行の非伝統的金融政策を考察する上で、以下で金融政策一般について検討を加えよう。

I. 日本銀行の金融政策

1. 中央銀行の目的

一般に、中央銀行の目的として公共的な目的が挙げられる。具体的には、通貨価値の安定と金融システムの安定的維持の2つに集約することができる。通貨価値の安定は国内物価の安定および通貨の対外価値の安定の2つを含む。この前者の目的を達成するために中央銀行が行う政策はマクロ金融政策と呼ばれ、後者の目的を達成する政策をプルーデンス政策（信用秩序維持政策）と呼ばれる。

2. 伝統的金融政策

狭義の通貨価値の安定（国内物価の安定）を達成するために、主要国の中央銀行が伝統的に運用してきた金融政策の手段は、大きく4つに分けることができる。（1）公定歩合操作、（2）公開市場操作、（3）支払い準備率操作、（4）その他の手段である。これらの政策手段が各国の中央銀行でどのように利用されてきたのかは、各国の金融市場の歴史的な発展の経緯やそれらの発達段階の相違、また様々な金融取引慣行などによって異なっている。

以下では、日本銀行がこれらの政策手段をどのように実際に利用してきたのかを中心に考察する²⁾。

（1）公定歩合操作

日本銀行が民間の金融機関に対して流動性を供給する手段を日本銀行貸出と呼ぶ。この日本銀行貸出（以下、日銀貸出）は、さらに、手形貸付（loans）と手形割引³⁾（discounts）に分類される。日銀貸出の対象となった金融機関は、インターバンク市場（コール市場等）における資金の大口需要者であった都市銀行のほか、地方銀行や在日外国銀行などであった。日本銀行は主要な都市銀行に対して総額5兆円の「貸出限度額（credit lines）」を、また地方銀行などに対しては、都市銀行よりも緩やかな「貸出目途額」をそれぞれ設定していた。従来、日本銀行の貸出金利である「公定歩合」がインターバンク市場のコールレートを下回る水準に設定されていたこともあり、日本の民間銀行は、常時、日銀貸出に依存していた⁴⁾。

かつて、公定歩合と呼ばれていた日本銀行貸出金利の操作を一般に公定歩合操作と呼んでいたが、それは1969年にこの貸出金利が日歩表示方式から年率表示方式に切り替えられるまでの間、「100円に対して1日あたりの利息を何銭何厘」と表示していたことの名残であった。

前述のように、日本銀行はインターバンク市場のコールレートを下回る水準に公定歩合を設定していたために、民間の金融機関はインターバンク市場から資金を取り入れるよりも日本銀行から資金を借り入れのほうが有利となった。民間の金融機関はインターバンク市場からの資金取入れを増やし、あるいはインターバンク市場での資金運用を増やそうとするインセンティブを持ち、その結果、常に日銀貸出に依存する状態、すなわち日銀資金に対する超過需要を持つ状態に置かれた。このような日銀貸出に対する超過需要が常に存在する状況の下では、

多額の日銀貸出が日本銀行による「信用割当」によって各金融機関に配分されることになった。言い換えれば、日本銀行は各金融機関に対する貸出額をみずからの裁量によって自由に決定することができる、「貸出限度額制度」が導入された。

このような超過需要の状態の下では、公定歩合を操作する日本銀行の貸出政策は、インターバンク市場における金融調節を極めて機動的かつ効率的に実施することが可能となった。この意味で、日本銀行の金融政策は極めて有効であったといえる。しかしながら、他方、民間の金融機関が預金の取り入れではなく、日銀貸出に常に依存しているのは「健全な銀行経営原則」に反するという見解もあったものの、日銀貸出が日本銀行の金融政策のもっとも有効な政策手段であるとする考えが、日本銀行内部では長い間支配的であった、と言われている。

しかしながら、1995年以降、日本銀行の金融調節の方式が大きく変化した。まず、同年7月以降、日本銀行は、従来と異なり、短期金融市場の金利の「低め誘導」を行い、コールレートが公定歩合を下回る水準に誘導されるようになった。このため、民間の金融機関が日銀貸出に依存して資金を調達するインセンティブが消滅した。さらに、過去に累積していた日銀貸出を回収すると同時に、1996年1月より貸出限度額制度を廃止した。

これらの一連の措置によって、日銀貸出が日本銀行の金融調節の手段として果たしてきた役割は大きく後退することになった。また、2001年2月には、「ロンバート型貸出制度」が新しく導入された。正式には「補完貸付制度」と呼ばれるこの制度は、オペレーションによる金融調節の枠組みを補完するものとして位置付けら

れる。予め明確に定められた条件を満たし、金融機関が希望するときに、担保の範囲内で希望する金額を日本銀行から借り入れることができるという点で、日本銀行が実行のタイミング、金額を決定して実施していた従来の日銀貸出（いわゆる調節貸出）とは異なり、借り手のイニシヤティブで借入ができるところに特徴がある。この貸出に適用される金利は基準貸付利率（従来「公定歩合」と呼んでいたもの）であり、積み期間あたり一定の日数を超える貸付に対しては、上乗せ金利を加えた利率が適用される。この制度の導入により、補完貸出に適用される金利は、日本銀行の金融調節における操作目標である「無担保コールレート・オーバーナイト物」の上限を画する役割を果たすようになった。このため、公定歩合は従来のような政策金利としての意味合いを持たなくなり、その名称も基準貸付利率と呼ばれるようになった。なお、貸付期間は、1営業日である。

（2）公開市場操作

公開市場操作（open market operations）とは、中央銀行がオープン市場において短期金融市場商品の買入や売却を行なうことによって、民間銀行等が保有する準備預金を増減する操作である。オープン市場において中央銀行が買い操作を行なうと、市場の準備預金残高を増加させ、短期金融市場金利を低下させる。逆に、オープン市場において中央銀行が売り操作を行なうと、市場の準備預金残高を減少させ、短期金融市場金利を上昇させる。日本では、インターバンク市場としての手形市場での操作や長期国債の買いオペレーションなどが日本銀行の金融政策手段として永らく利用されてきた。しかし1999年度から、新しい「短期国債市場」が

整備され、本格的な公開市場操作が実施されるようになった。

この公開市場操作の具体的手段としては、①手形オペレーション、②短期国債オペレーション、③国債借入オペレーション、④CPオペレーション、⑤国債オペレーションがあるが、詳細(春井[2013]を参照)については紙幅の関係で割愛する。

(3) 支払い準備率操作

「準備預金制度」は、民間銀行等が企業や家計から受け入れた預金の一定比率(支払い準備率)の金額を支払準備として日本銀行に当座預金として預け入れることを義務づける制度である。日本では、1957年に「準備預金制度に関する法律」によって導入された。同制度の対象となるのは、都市銀行、地方銀行、第二地方銀行、信託銀行、在日外国銀行、信用金庫(預金残高が1,600億円超)、農林中央金庫、およびゆうちょ銀行の受け入れた預金、金融債、信託元本などである。実際の準備率は金融機関の種類や、預金等の規模、預金等の種類によって異なる⁵⁾。

(4) その他の金融政策手段：選択的信用規制

選択的信用規制には、(1)消費者信用規制、(2)証券金融規制、(3)その他の選択的信用規制があるが、その詳細については春井[2013, 第6章]を参照。

3. 非伝統的金融政策

一国の経済が景気後退やデフレーションに見舞われている局面では、中央銀行はマクロ経済の安定のために金融を緩和するのが一般的であ

ると考えられている。そのような金融緩和政策は、伝統的には「公定歩合」などと呼ばれた政策金利の引下げが中心であった。これが、中央銀行の採用する「伝統的な金融政策」である。

しかしながら、この政策金利は名目金利であり、マイナスにはできない。これを名目金利の非負制約(もしくはゼロ制約)という。政策金利がゼロあるいは限りなくゼロに近づく超低金利の状態に陥ると、それ以上の伝統的な金融緩和政策を発動する余地がなくなる。しかしそのような困難な状況においても、なお金融緩和をいっそう推し進める方策が中央銀行によって考案され、実施された。それは、日本銀行が2001年から5年間にわたり採用した「量的緩和政策」⁶⁾であり、アメリカの連邦準備制度理事会が今次のサブプライム・住宅ローン危機発生後採用した「信用緩和策」であった。さらに、欧州中央銀行(ECB)は2014年6月に民間の銀行が中央銀行に預ける余剰資金にマイナス金利を適用する「マイナス金利政策」を導入した。これらの新規な金融政策の手段は、一般に「非伝統的金融政策」と呼ばれることがある。

(1) 日銀のゼロ金利政策⁷⁾

1985年の「プラザ合意」後の円高も1987年の「ルーブル合意」後には円高局面の改善が見られ、日本経済は1988年以降、上昇局面に転換した。その後2年半にわたり、公定歩合は2.5%という低金利水準に留まった。この間、民間銀行の貸出の激増や株価の上昇を背景とした「過剰流動性」が生じた。これを受けて株価や地価といった資産価格の高騰が発生して「バブル経済⁸⁾」が生成された、と言われている。バブル経済の悪影響を懸念した日本銀行は、ようやく金融政策の緩和スタンスを転換し、1989年から

非伝統的金融政策

1990年8月にかけて、公定歩合を5回連続して引き上げて6.0%とした。これに大蔵省による大口融資規制や不動産関連融資規制とあいまって、わが国の株価や地価が下落に転じ、バブル経済は崩壊した。しかしながら、急激な資産価格の下落により巨額のキャピタル・ロス（資本損失）が生じ、その影響で実体経済面でも企業の設備投資や家計の個人消費が急速かつ大幅に減退・縮小した。

バブル経済崩壊後の深刻な景気後退に直面した日本銀行は、積極的な金融緩和政策に打ってでた。1991年7月から1995年9月に掛けて、日本銀行は9回にわたる公定歩合の連続引き下げを実行し、公定歩合は過去最低水準である0.5%に達した。日本銀行による前代未聞の積極的な金融緩和策に加えて、政府は減税や公共事業の拡大など数次にわたる景気拡大のための財政政策を実施したが、バブル経済崩壊による金融機関の不良債権の増大や企業や家計のバランスシート毀損の結果、有効需要が盛り上がりず、日本経済は長期にわたる低迷を余儀なくされた。これを受けて、1997～98年にかけて、三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券、日本長期信用銀行および日本債券信用銀行など大手の金融機関が相次いで経営破綻した。また、金融機関のバランスシート毀損の影響で、金融機関の資本不足による経営体力の低下から「貸し渋り」、いわゆる「クレジット・クランチ」が発生し、これが日本経済の景気に悪影響を与えるという悪循環が発生した。その結果、わが国の消費者物価指数は2000年以降、前年比でマイナスが続き、「デフレの時代」に突入していった。この日本経済の状況を指して、「失われた十年」や「失われた二十年」ということがある。

1997年に制定された新しい日本銀行法は1998

年4月に施行され、日本銀行はこの新法の下で金融政策を運営することを始めた。この新しい体制の下で実施された最初の金融政策の変更は同年9月の短期金融市場金利の「無担保コールレート翌日物」の誘導目標を0.5%から0.25%への引下げであった。しかしながら、その後も日本経済は低迷と悪化を繰り返し、金融システム不安も解消しなかった。そのため、1999年2月に日本銀行はコールレートをおおむねゼロの水準に誘導するという、いわゆる「ゼロ金利政策」に打ってでた。このきわめて異例なゼロ金利政策は、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで継続する」ことの表明が伴われていた。これは、いわゆる日本銀行によるゼロ金利政策の「出口」を約束する「コミットメント政策」あるいは「時間軸政策」と呼ばれる新奇な政策であり、非伝統的金融政策と呼ばれる所以である。

ゼロ金利政策採用の効果をその後の金利の期間構造の推移で見ると中長期金利は1998年秋まで低下傾向をたどり、1999年初めから2000年春にかけて安定傾向ないしは上昇傾向を示した。他方、日経平均株価は1999年からは2000年春にかけて徐々に回復傾向を示した。この景況感の改善が景気の持ち直し傾向をともに「デフレ懸念の払拭」とみる日本銀行の認識につながり、ついに2000年8月にゼロ金利解除が決断されたのである。この当時の日本政府の見解では、物価下落を伴った景気後退がデフレーションと定義されていたため、消費者物価上昇率がマイナスであったとしても、景気回復の持続性が展望できれば、「デフレ懸念の払拭」という判断を下すことが可能であった⁹⁾。しかしながら、この日本銀行の判断は、消費者物価の上昇率がマイナスである状況をデフレーションとみなす、

その後の修正された政府見解との食い違いが批判されることになった。

(2) 日銀の量的緩和政策

日本経済の回復を受けて、この特異なゼロ金利政策は「解除」され、日本銀行は2000年8月にコールレートの誘導目標を0%から0.25%に引き上げた。この解除については、新法ではじめて付与された日本銀行の「独立性」をめぐって、日本銀行と政府（財務省）との間に確執があったが、その詳細は翁 [2011] および梅田 [2011] が詳しい。

しかしながら、ゼロ金利解除後の2000年末からの世界的なITバブルの崩壊とそれに伴う景気回復テンポの鈍化を受けて、物価は一段と弱含んだ。ゼロ金利解除は裏目に出たと考えられる。これに対処するために日本銀行は2001年3月に、さらなる新奇な金融政策を考案し、発表した。これが「量的緩和政策」と呼ばれる非伝統的金融政策であり、日本銀行の新しい「金融調節方式」として導入された。この量的緩和政策は世界的に例を見ない特異な金融政策であり、それは3つの要素から構成されている。すなわち、①金融政策の操作目標を従来の金利（コールレート）から日本銀行の当座預金残高（以下、日銀当預）へ変更し、金融機関の所要準備額を大幅に上回る日銀当預を供給すること、②この新しい金融調節方式を「消費者物価指数（生鮮食品を除く、いわゆる「コア・インフレ指数」）の対前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで」継続することのコミットメント（2度目の「時間軸政策」）、③豊富な資金供給のために長期国債の市場からの買入れを増額することであった。

この日銀当預の目標水準は、量的緩和政策導

入以前の所要準備水準（約4兆円）を約20%も超える5兆円に設定された。これは、金融機関が準備預金の積み立てに必要な以上の資金量を潤沢に市場に供給することによって、超過準備を発生させることを意味した。さらに、この超過準備は利子を生まないため、金融機関が不要な超過準備預金を企業等への貸出に振り向けて、需要を喚起することを意図した「ポートフォリオ・リバランス効果」を狙った金融政策であると理解されている¹⁰⁾。

その後、この日銀当預目標は順次引き上げられ、2004年1月には30兆~35兆円にまで増大した（島村・中島 [2011], 231ページ, 図表1を参照）。このような潤沢な資金供給によりコールレートはゼロ金利政策の時期と同様、ゼロ%の近傍に低下した。一方、デフレ懸念の払拭まで量的緩和政策を継続することの「確約（コミットメント）」は、低金利の持続予想の形成を促し、イールドカーブの押し下げ、特に中長期金利の押し下げを狙いとしていた。

日本銀行は日本経済の停滞やデフレーション、金融システム不安を解決するために、数年にわたり「超緩和的」な金融政策を採用した。この時期の日本では金融機関の不良債権処理や企業のバランスシート調整などのバブル経済崩壊後の悪影響を克服する時期とも重なり、超緩和的な金融政策も日本経済の速やかな回復を実現するには至らず。「デフレ脱却」にはかなりの時間を必要とする結果となった。しかし、この結果は必ずしも、日本銀行の非伝統的金融政策が効果をまったく果たさなかったと評価することは公正ではない、と考えられる。ゼロ金利を実現し、それをある経済情勢が達成されるまで継続するという、日本銀行の強い政策の確約（コミットメント）によって超緩和的な金融環

境を作り出し、それが日本経済を下支えしたことは否定できない事実であろう。カウンター・ファクチュアルな事象の検証はできないものの、仮に日本銀行の超緩和的な非伝統的金融政策が実施されていなかったとすれば、その後の日本経済や金融システムの状況は、今日想像する以上に低迷し、悪化していたであろうことは間違いない。

ゼロ金利や量的緩和政策の実施にもかかわらず、日本経済はデフレーション基調から抜け出すことはできなかったが、徐々に景気が回復に転じはじめ、消費者物価指数も対前年比でプラスになり、コミットメントの目標がほぼ達成されたと判断した日本銀行は、2006年3月に量的緩和政策の解除を表明し、金融調節方式を再び「無担保コールレート翌日物」に変更した。

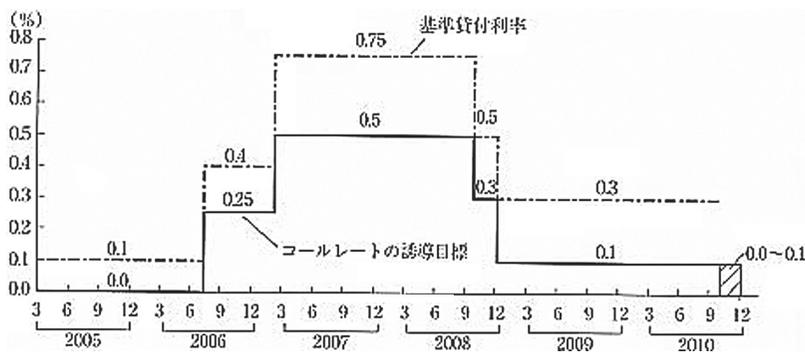
3月の金融調節方式の金利操作へ復帰を受けて、同年7月に日本銀行はコールレートの誘導目標を0%から0.25%に引き上げ、同時に基準貸付利率を0.1%から0.4%に引き上げた（図表1を参照）。さらに2007年2月にはコールレートの誘導目標を0.5%に引き上げ、同時に基準貸付利率を0.4%から0.75%に引き上げた。

その後、2006～07年に日本経済は緩やかな景気回復過程をたどり、全国ベースの地価も上昇

に転じた。しかし2008年9月に発生したリーマン・ブラザーズの経営破綻を契機に、世界的な金融危機が勃発し、各国の中央銀行は緊急の対応を迫られた。この世界的な金融危機に対処するため、2008年10月に日本銀行はコールレートの誘導目標を0.5%から0.3%に再び引き下げるとともに基準貸付利率も0.5%に引き下げた。同時に、新しく「補完当座預金制度」を導入した。これは、日本銀行が民間銀行から受入れる当座預金のうち、所要準備（預金保険制度によって預入が義務づけられた当座預金）を上回る部分である超過準備について利息を付ける（付利する）制度である。従来、日銀当預は付利されなかったため、これは大きな制度上の変更であったと言える。この補完当座預金に適用される金利は0.1%とされた。補完貸付制度に適用される基準貸付利率がコールレートの上限を画するのに対して、補完当座預金制度に適用される金利はコールレートの下限を画するものとなった（図表2を参照）。

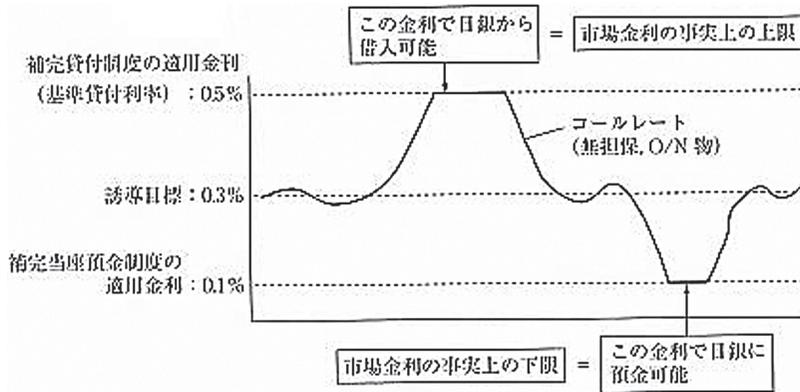
2008年12月に、世界的な金融危機による景気の急速な悪化と円高の進行に対処するため、日本銀行は再び利下げに踏み切った。コールレートの誘導目標を0.3%から0.1%に引下げるとともに基準貸付利率を0.5%から0.3%に引き下げ

図表1 政策金利の推移



〔出所〕 島村・中島 [2011], 233ページ。

図表2 補完当座預金制度とコールレートの関係



(注) 本図は、2008年10月の補完当座預金制度導入時における短期金融市場に関連する諸金利とコールレートの間係をモデル化して示したもので、

〔出所〕 島村・中島 [2011], 234ページ。

た。ただし、補完当座預金制度の適用金利は0.1%に据え置かれた。これに加えて、日本銀行は「企業金融支援特別オペレーション」や銀行からの商業・ペーパー（CP）の買入れなどの措置も導入した。前者は、担保の範囲内であれば、金融機関に誘導目標金利の水準で「無制限に」資金を貸し出す資金供給オペレーションである。さらに2009年3月からは、社債の買入れも実施した。この措置は、金融機関の貸出態度が慎重化するなかで、年度末にかけた企業の資金繰りの悪化を未然に防止することを目的としており、中央銀行としては異例の措置の1つであった。

日本銀行は、世界的な金融危機からの回復が見通せないなか、次々と資金供給のための新機軸を打ち出し続けた。第1は、2009年12月の「固定金利型の新型オペレーション」である。これは共通担保資金供給オペレーションの固定金利方式のものであり、長めの金利のさらなる低下を促すことを目指したものであった。第2は、2010年6月の「成長基盤強化のための資金供給」の導入である。この措置は、環境・エネ

ルギーなどの成長分野に融資する金融機関に対して総額3兆円を上限に政策金利（すなわち、コールレートの誘導目標の金利）で資金を貸し付ける新しい貸付制度である。これは、金融機関が当該分野への貸付を後押しして、成長分野に基金が行きわたるようにする「呼び水」の効果を狙ったものである。しかしながら、この貸付制度は、「政策金融」に近い領域に踏み込むことになり、中央銀行の本来の役割を逸脱しているとの批判が生じていることも事実である。

第3は、2010年10月に日本銀行が打ち出した「包括的な金融緩和政策」である。これは、一段の金融緩和を実現するための措置であり、3つの要素から構成されている。①コールレートの誘導目標を0.0%～0.1%に設定する、4年ぶりのゼロ金利政策への復帰である。②消費者物価指数の対前年比がプラス1%程度になるまでゼロ金利政策を継続する時間軸の明確化である。③国債や商業・ペーパー（CP）、上場投資信託（ETF）、不動産投資信託（REIT）などを市場から買い取るための基金（総額5兆円）の設定である。このような多様な金融資産

非伝統的金融政策

の買入れ措置は、短期金利の低下余地が限られている制約のなかで、各金融市場におけるリスク・プレミアムの縮小を狙ったものである。他方、このような例外的な金融資産の買入れは、その中に値下がりリスク（キャピタル・ロス）が生じうるCPやETF、REITなどを含むことから、日本銀行のバランスシートを毀損し、日本銀行券や日本銀行に対する信認を損なう可能性があり、中央銀行の採る政策措置としてはきわめて異例であり、財政政策の領域に踏み込む恐れがあるとする批判を生じるものである。

取引相手が経営破綻することにより、契約が履行されないリスクである「カウンターパーティ・リスク」を含め、信用リスクが金融システムの機能不全の原因となった場合には、信用緩和政策は有効な手段である、しかしながら、このような信用緩和政策は、本来的には、中央銀行の機能を逸脱するものであり、どちらかというとならば財政政策の領域に足を踏み入れた手段であり、その故連邦準備制度の独立性を揺るがしかねない危険な政策手段であるとの批判がある¹¹⁾。翁 [2011] によれば、この種のアメリカにおける「批判の主要な論点は、金融政策の目標をあいまいにすることで混乱を招くことであり、中央銀行は金融政策の焦点を絞ることによって独立性についての大衆の支持を得ているのであるから、資産価格にまで視野を広げることにより、中央銀行に対する大衆の支持を弱める可能性がある点を問題にしている」。このようなアメリカの考え方は「Fedビュー（Fed View）」の背景をなしている。

（3）黒田総裁下の異次元緩和策後の「総括的な検証」

日本銀行は2016年9月の「総括的な検証」を

通じて、「量」から「金利」重視へと非伝統的金融政策の方向性を大きく転換した。この方向転換により、金融市場では「量」の政策効果に対する「限界論」がくすぶっているが、黒田総裁は「手法は変わったが、実質金利を引き下げて経済にプラスの影響を与え、最終的に2%の〔インフレ〕目標を実現していくという考え方自体は変わっていない」、と先述した2016年12月のインタビューで強気の姿勢を維持した。

後段のⅢで、この強気の黒田総裁の姿勢を、ケインズの「投資誘因」分析と関連させて、日本銀行の金融政策の効果波及経路の視点から考察することにする。

Ⅱ．欧州中央銀行の金融政策

1. 「ドラギ・マジック」

欧州中央銀行（ECB）のドラギ総裁は、2011年秋の就任以来、南欧諸国の信用不安を解消し、ユーロ危機を克服するために2つの大規模なユーロ防衛策を矢継ぎ早に導入した。

1つはユーロ圏の銀行に対する大量の流動性供給であり、もう1つは大量の南欧国債の購入である。この大規模なユーロ防衛策でユーロ圏の信用不安を、一時的にせよ、緩和することに成功した。そのため、彼の政策手腕は「ドラギ・マジック」と呼ばれる。

その第1弾となったのは、2011年12月と2012年2月における2度の流動性の供給であり、その総額は1兆ユーロ（約100兆円）を超えた。同時に政策金利は0.25%引下げられ、1%となった。これは長期流動性供給オペレーション（Long Term Refinancing Operation: LTRO）であり、ECBが政策金利で3年物の資金を無

制限でユーロ圏の銀行に貸し出す制度である。

第2弾は国債の購入である。LTROの効果が薄れた2012年7月に政策金利を0.25%引下げた過去最低の0.75%に決めた。しかしスペイン国債利回りが高騰した2012年にドラギ総裁は、「通貨ユーロを守るためなら何でもする。私を信じて欲しい。」と宣言した。さらに8月のECB理事会では、慎重派のドイツ連邦銀行の理事を押し切って、南欧諸国の国債の購入を決めた。徹底して南欧諸国を支える姿勢を表明したことにより、一時は危機ラインといわれた7%を超えたスペインの10年物国債の利回りは5%台まで低下した。2012年9月12日にドイツの憲法裁判所は欧州安定化機構 (European Stability Mechanism: ESM) へのドイツの参加を承認した。

しかしこれにより、ユーロ圏は未踏の領域に足を踏み入れることになった。連続したユーロ防衛策の投入により、ECBのバランスシートは急拡大した。ECBの総資産は約4兆ユーロに達し、2007年のGDP比¹²⁾では約5%であったが、2009-10年には10%に、そして2012年2月では約18%に膨張した。

ECBは、それ以前の2010年5月から証券市場プログラム (Securities Markets Programme: SMP) を通じて国債を購入していた。ECBはこれを金融政策のための措置であると説明してきたが、実際には、イタリアやスペインの国債利回りを低下させることを狙いとしていた。ドラギ総裁はその後休止していたこのSMPの終結を表明したが、この措置による国債保有高は約2,090億ユーロであった。この措置に替えて、ドラギ総裁は、財政再建を条件に無制限で南欧諸国の国債を購入する計画、買取り金融取引 (Outright Monetary Transactions: OMT) を

公表した。このOMTは、満期を特定しないSMPよりも、ある意味では、制限が強い。新しいOMTは残存期間が3年以下の国債に限定されているからである。しかし、両者の間には重要な相違点がある。すなわち、OMTによる国債購入はその上限が定められていないからである。「量的な上限が事前には定められていない」措置である。

ドラギ総裁のこの新機軸の措置は、ユーロ危機の終結の始まりになるのではないかとの希望的観測を生じた。しかしその期待は短命で終わった。ドラギ総裁の指導の下でECBが「政府に対する最後の貸し手」としての責任を受入れたという事実は高く評価できるが、これだけでは十分ではない。南欧諸国における過剰な債務の削減や財政緊縮策の終結が同時に実施されない限り、ユーロ危機は再燃する恐れが強い。また、この計画には「実施上のリスク」がいくつかある。たとえば、スペインの政治情勢である。この計画がその目的を果たすためには、スペインのM・ラホイ首相がプライドを捨てて国家の救済のみならずスペインの銀行の救済の必要性を認めることである。さらに、ECBのスタンスに首尾一貫性が認められない点が問題である。もしこれらの国が新しい支援の発動条件を満足しない場合において、それが発動されなければ、これら諸国が陥っている苦境をいっそう悪化させ、ユーロ圏の分裂・崩壊の懸念を再燃させるリスクを自覚しながら、本当にECBは支援を打ち切ることができるのであろうか。ドラギ総裁のマジックは強力であるとはいえ、政治家からの支援なしには十分に機能しないであらう。

2. マイナス金利を含む「包括的な金融緩和政策」

2014年6月にECBは異例のマイナス金利を含む「包括的な金融緩和政策」を決定した。Main refinancing operations, marginal lending facility および deposit facility の金利をそれぞれ0.15% (-0.1%), 0.4% (-0.35%) および-0.1% (-0.1) に引き下げた。この時に、0.0%であった deposit facility の金利が初めてマイナスの領域に入った。

同時に、ECBはユーロ圏の銀行に対して総額4,000億ユーロにもぼる長期の資金供給を決定するとともに貸出金利を引き下げた。さらに2016年までの潤沢な資金供給も約束した。これは銀行に融資拡大を促す政策である。他方、銀行が融資を拡大せずにECBに余剰資金を預け入れた場合には、「マイナス金利」という手数料を課すことにした。ECBは、企業向け融資を増やすことを公約した銀行に対して最大4年にわたって低利資金を供給する。しかし銀行が融資の焦げ付きを恐れて、低利資金を再びECBに預け入れれば、投資の活性化や物価の

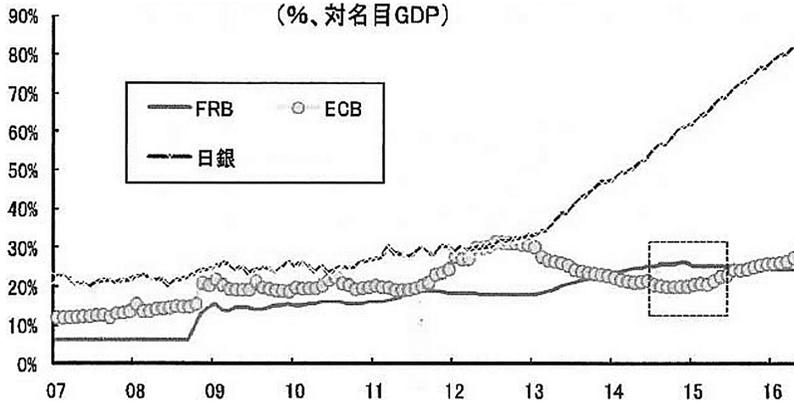
上昇には結びつかないとECBが懸念しているからである。いわば「政策パッケージ」の導入である。

さらに、大量の低利資金の供給は南欧の銀行に事実上の「補助金」を与えて、その経営体質を改善する狙いもある、と考えられる(図表3)。

その後、2014年9月には main refinancing operations, marginal lending facility および deposit facility の金利がそれぞれ0.05% (-0.1%), 0.3% (-0.1%) および-0.2% (-0.1%) に引き下げられた。2015年12月には deposit facility の金利のみが0.1%引き下げられて-0.3%とされた。

さらに2016年3月には main refinancing operations, marginal lending facility および deposit facility の金利がそれぞれ0.00% (-0.05%), 0.25% (-0.05%) および-0.4% (-0.1%) に引き下げられた。同年9月には、2017年3月まで、ユーロ圏の社債も対象とした資産購入 (Asset Purchase Programme: APP) 額が200億ユーロ増額されて月額800億ユーロになり、量的金融緩和政策が拡充された。

図表3 日米欧の中央銀行バランスシートの推移
(%、対名目GDP)



〔出所〕「みずほマーケット・トピック」[2016]。

3. ECBの量的緩和政策

上述のように、2015年1月にECBは「量的金融緩和政策」に踏み切った。資産の購入対象をユーロ圏の国債のみならず、ユーロ圏の関係機関の発行する債券にまで拡大した。そして月当たりの資産購入額を600億ユーロとした。そしてこの資産購入は2016年9月まで継続することを公表した。

2015年1月時点では原油などを除いたコア・インフレ率では消費者物価は下がっておらず、必ずしも量的金融緩和政策が必要であるとは言えない、との批判がある。しかもECBは銀行から国債を買い取るため、本来なら淘汰されるべき弱小銀行が収益をあげて生き残ることができる。このような「ゾンビ銀行」を延命させれば、ユーロ圏の金融システムの脆弱性を解決できない。さらに、ECBによるさまざまな金融緩和政策は、金融市場の不安を和らげる一方で、政治家や政府の危機感を薄れさせて構造改革への意欲を減退させる「モラルハザード」も懸念される。

他方、賛成派の主張としては、量的金融緩和政策が南欧の国債利回りを低下させて、ドイツ国債との利回り格差（スプレッド）を縮小させる。その結果、社債の利回りも低下し、企業の資金繰りを支える。同時に、ユーロの対ドル為替レートを低下させる。これは原油安と並んで実体経済を押し上げる効果も期待できる。

しかしユーロ圏の直近（2017年5月）のインフレ率は1.4%で、2017年のインフレ率も1.6%程度にとどまっている。ECBが目標としている「2%未満で2%の近傍」の水準からは程遠い。

ECBがもっとも懸念している問題は、足許

図表4 ユーロ圏のインフレ率の推移



の物価低迷が持続することにより長期的なインフレ期待まで低下してしまう点である。1990年代以降の日本経済の経験からも明らかとなっており、低インフレ率の常態化によって期待インフレ率が押し下げられると、そこから脱出することが極めて困難となるからである。ECBも期待インフレ率低下のリスクを認識しているからこそ、2016年3月にマイナス金利0.4%への「深堀り」や資産購入額の毎月800億ユーロへの拡大といった追加的金融緩和策を導入したものと推測される。

しかしマイナス金利政策には、銀行収益の圧迫などの悪影響が懸念されており、ECB内でもすでに実施可能な下限に近づいているとの認識が広がりつつあるように思われる。資産購入額の増額も、制度上の制約で、ドイツなど国別の国債購入額の割当額が大きい国では限界に近づきつつある。

このような非伝統的金融政策の更なる緩和措置に限界を感じつつあるECBは、拡張的な財政政策の発動の必要性を強く訴えている。2016年9月のドイツ連邦議会で行われた公聴会において、ドラギ総裁は「ユーロ圏各国の財政出動の必要性」を重ねて訴えている。

2016年10月現在で過去12か月間の経常収支黒

字が2,968億ユーロ、対GDP比で8.8%を記録し、かつ2016年の対GDP比で1.0%の財政黒字を擁する、いわゆる「双子の黒字」抱えるドイツにこそ、2010年の債務危機からのユーロ圏経済の回復と安定成長のために財政出動が期待されているといえよう。現在版の「マーシャル・プラン」ならぬ「メルケル・プラン」の早期発動が望まれている。

4. 量的緩和政策：「追加緩和」から「縮減」へ

しかしECBは2016年12月に、2017年4月以降資産購入額を200億ユーロ減額して月額600億ユーロとなり、2016年9月以前の金額に戻すことを決定した。それだけでなく、ECBは2017年3月に期限切れとなる量的金融緩和政策を2017年末まで9カ月延長することを決定した。

この資産購入額の縮減に関して、金融市場ではECBが現行の緩和政策を6カ月延期した後「テイパリング」を議論すると事前に予想していた。延長の期間を市場の予想よりも長くすることによる効果として、①ECBはテイパリングの議論を当面は封印することができる。また、②6カ月間800億ユーロの購入よりも、9か月間600億ユーロ購入のほうが、合計の金融資産購入額が600億ユーロ多くなり、その分、金融緩和政策を強化できるとの判断があったと推測される。

この欧州中央銀行理事会の決定のポイントは次の4点にまとめることができる。

- ①量的金融緩和（QE）を2017年12月末まで9か月延長
- ②2017年4月から国債などの資産購入額を月800億ユーロから月600億ユーロに減額

③各種の政策金利は据え置き

④APPの期間や購入額は見直す可能性もある

同時に、ECBは2017年1月から購入できる国債の対象を広げ、最短2年としていた残存期間を同1年に変更した。これによりAPP購入額を約2,000億ユーロ増やす余地が生まれたとの分析がある。従来、ECBは金融機関から受け入れる余剰資金への適用金利を国債購入の下限とする運用を行ってきたが、今後はより柔軟性を高めた運用を認める考えを示した。今後は、必要な範囲内で下限金利（現行は-0.4%）を下回る国債を購入する。

購入額のうち短期の国債の比率が高まることで、長期金利にやや上昇圧力がかかる可能性がある。長短の金利差が拡大すれば、短期で資金調達して長期で貸し出す金融機関にとっては利鞘が増大する可能性があり、銀行株などに対する株価引上げの好影響が期待される。

他方、ECBの国債保有額が2016年12月初旬時点ですでに1兆2,000億ユーロに達しており、購入可能な国債が減少しているという事情もある。また、EU圏では多くの国が政治的なリスクを抱えており、南欧諸国などで長期金利が上昇すれば、投資家心理の悪化を招く恐れがある。

Ⅲ. 日本銀行の「異次元緩和策」の効果と「政策環境」

1. 異次元緩和策（QQE）の効果

日本銀行が「2年で2%の物価安定目標（インフレ率目標）」を打ち出してから、4年が経

過した。しかしその目標はいまだに達成されていない。内閣府の消費者物価指数によれば、総合消費者指数（CPI）は2016年のマイナス0.1%から2017年1月にはプラス0.4%、2月にはプラス0.3%、3月にはプラス0.2%とプラス圏を推移している。また、生鮮食品を除く「コアCPI」は同年1月のマイナス0.1%から、2月にはプラス0.2%、3月にもプラス0.2%と上昇傾向にある。しかし生鮮食品・エネルギーを除く「コアコアCPI」は同年1月にはプラス0.2%、2月にはプラス0.1%、3月にはマイナス0.1%と下落傾向にある。

「3本の矢」から構成される「アベノミクス」はその効果が発揮されなかったのか。日本経済研究センターが2017年4月10日時点で40社の予測をまとめた「ESPフォーキャスト調査」では、2017年1～3月期の国内総生産（GDP）成長率は平均で年率1.36%であった。また民間シンクタンク11社が予測した同期のGDPの平均は前期比0.5%増、年率換算で1.9%増とされている。この予測が正しければ、日本経済は約11年ぶりに5四半期連続のプラス成長となる。これは戦後最長の景気回復期といわれた2005年1～3月期から2006年4～6月期までの6四半期連続のプラス成長以来の長さとなる¹³⁾。

このような日本経済の持ち直しにもかかわらず、なぜ消費者物価は低迷を続けているのか。いわゆる「リフレ理論」が想定する金融緩和政策の効果では説明できない。Krugman [1998]は「もしも中央銀行が可能な限りの手を使ってインフレーションを実現すると信用できる形で約束できて、さらにインフレーションが起きてもそれを歓迎すると信用できる形で約束すれば（中略）インフレ期待を増大させることができる」とした。もしも理論通りにインフレ期待が

増大すれば、名目利子率から期待インフレ率を引いた実質金利が低下し、設備投資を増大させることになる。その結果、景気や賃金、物価の上昇という好循環が生まれることが期待される、と考えられている。

このようなリフレ理論が想定するような効果が実際には生じていない理由として、金融緩和政策がその期待通りの効果を発揮することを可能にするような「政策環境」が整っていないことが考えられる。

ケインズは『雇用・利子および貨幣の一般理論』において、企業家の行動は「資本の限界効率」、現代的にいえば「投資の予想収益率」または「内部収益率」によって基本的に決定されると指摘している。さらに企業家の将来予想が果たす役割について2点指摘している。第1に、経済主体がある行動を決意する場合、その時点における将来に対する経済主体の予想もしくは予測が彼の判断の重要な要素となる。その結果として、彼の予想の「不確実性（uncertainty）」が経済の不安定につながる、とする。第2に、手をこまねくよりも何かをしようという、自然に湧いてくる衝動、すなわち「血気」あるいは「アニマル・スピリット（animal spirits）」が投資家の行動を突き動かす、と指摘する。

その上で、経済主体の行動を動機づけるものは、通常、名目量である貨幣額で示された価格や利子率（金利）の動きを見て、行動を決める。すなわち、経済主体は「貨幣錯覚（money illusion）」を持っている、と主張する。

4年間のQQEにより、資産市場で円安と株高が実現し、生産物市場でも「あるCPI指標では」インフレ率がマイナス領域からわずかながらプラスの領域に上昇したことは事実である

が、一方で「2年で2%のインフレ目標」は2017年4月においても達成されておらず、また他方で株価上昇による消費の資産効果や、円安に伴う企業収益の増加による企業の設備投資の増加などでは、期待されたほどの効果を実体経済に与えているとは言えない。これは春井[2015]で考察したように、ケインズの投資誘因としての資本の限界効率と市場利子率との関係、および不確実性を伴う前者に対する「血気(アニマル・スピリット)」の3要素が十分に達成されていない「政策環境」のために、金融緩和と政策の効果が発揮されず経済成長率の上昇などの実体経済への好影響が実現していないのではないかと考えられる。

「リフレ理論」は日本銀行にとどまらず、マスコミなど「巷間の見解」にも見られる。非伝統的金融政策ゆえに、その作用波及経路は不明確な状態に留まらざるを得なくなっている。それだけでなく、これらの見解はともに、将来収益の期待(=見通し)に関する企業家=投資家の判断(アニマル・スピリット)を無視した議論であり、経済学的な裏付けの薄弱な議論であるように見受けられる。また、これらの見解はともに、貨幣需要が取引動機にのみ依存し、マネタリーベースを増やせは自動的に物価上昇が生じるとする「デマンド・プル型」のインフレーションを想定しているとみなすことができる。

さらに日本経済が抱える「構造問題」(すなわち少子高齢化などの人口動態や財政規律の低下および規制緩和の未達など)の悪化により、我が国の資本の限界効率そのものが低下し、その潜在成長率自体が低下していることが、アベノミクスの「三本の矢」による「デフレ脱却¹⁴⁾」を困難にしている可能性が極めて高い。

2. 「アベノミクス」の成果と誤算

安倍晋三首相の経済政策である「アベノミクス」は、その開始からすでに5年目に入り、その「第1の矢」としての大胆な非伝統的金融政策もその導入から4年を経過した。いずれも大きな成果を挙げつつあるとの見方もあるが、他方、いまだ大成功と評価するには時期尚早との見方もある。

「アベノミクス」の最大の政策手段がQQE1およびQQE2であることは論を待たない。短期金利が事実上のゼロ%に達した後に、大量の国債を購入することでデフレ脱却を狙う異次元緩和策の効果に関しては、未知の政策手段であることもあり、その効果については明確な通説は存在しない。また、異次元緩和策の実体経済への効果波及経路についても、「人びとの期待」に働きかけること、および大胆な非伝統的金融政策が自己実現的に期待された効果を偶然生み出すこと以外には、大きく期待することができない。

確かに、異次元緩和策の開始後約1年程度で1ドル=80円程度、日経平均株価8,000円程度といった極端な「円高と株安」が是正された。このような単なる資産価格の変化にとどまらず、「バブル経済」崩壊後、閉塞感を強めてきた国民の心理が好転し始めている点は事実である。円安の影響が大きいとはいえ、消費者物価指数の対前年比が2013年後半から1年半以上にわたってプラスに転じた。「継続的な物価下落」と定義されるデフレーションから「一時的に」脱却したことは確実である。ただし、2015年2月のインフレ率が対前年比でゼロ%まで低下し、同年3月のインフレ率もゼロ近辺に低迷している。これは2014年秋以降の原油価格の急落

によるものであり、日本経済が再びデフレーションに陥るリスクが高いとは言えない。

第2に、「アベノミクス」や異次元緩和策の限界も明らかになりつつある。第1に、日本経済が「デフレ脱却」を「一時的に」果たしたにもかかわらず、経済成長率が上昇しないことが判明してきた。「リフレ派」の説明によれば、①物価下落予想があるため、家計は現在消費を先送りして、貯蓄（「将来消費」）を増加させる¹⁵⁾。②デフレーションによる実質金利の高止まりが企業の設備投資を抑制している。③デフレーションの下で円高が進行し、輸出が伸び悩んだため、経済成長率が鈍化した。

第3に、価格に関する「予想の弾力性」が低迷し、また少子高齢化の急速な展開により将来の社会保障制度についての不安が懸念される中、名目賃金（所定内給与）の低率の増加にもかかわらず、社会保険料のそれ以上の増加により、家計の手取り賃金（可処分所得）が目減りする状況が定着するような「政策環境」下においては、「現在消費」を抑制して「貯蓄（将来消費）」を増加させて将来不安に備えることが合理的な経済行動になる。

3. 「ひもの理論¹⁶⁾」とQQE

1980年代後半の日本では、過剰流動性が主として株式や土地などの資産市場に流入して「資産価格バブル」を引き起こした。一方で、主として賃金などの生産費で価格が決まる生産物市場は安定し、「資産効果」も若干影響したとはいえ、物価は低水準にとどまった（「ひもの理論」については、春井 [2015c] の「図表6 2つの市場価格の決定理論」および「図表7 金融システムと2つの市場価格」を参照）。

それでは、上述したような世界中の金融市場

がグローバル・ネットワークで密接に結びつけられている今日の下で、「2年で2%の『物価安定目標』」の達成を標榜する「クロダノミクス」は今後、果たして、その期待通りの成果をあげることができるのであろうか。そして将来、金融論の教科書が書き換えられることになるのであろうか。世界の中央銀行の金融政策の日常の運営から目を離すことのできない日々が今後とも継続していくのであろう。そして2014年度の完了（2015年3月31日）後、すなわち2013年4月発表の「異次元緩和」から2年が経過した後の2015年3月末のわが国のインフレーションの状況を世界中が凝視し、失望したことは確実であろう。しかし事実は、2%のインフレ率目標は5度も延期され、現在では黒田総裁の任期が終了する2018年4月においても達成されないと予測されているのが現状である。

また上述の通り、インフレーションにより実質金利を低位に押し下げただけで日本経済を成長させうるわけでもない。経済成長率を押し上げる3つの要素、①雇用量（労働者数×労働時間）の増加、②資本ストックの追加（純投資）、および③技術革新・進歩による全要素生産性上昇率の加速が不可欠である。そのためには、規制緩和や構造改革などの「成長戦略」、いわゆる「第3の矢」の大胆な実施が必須である。

結びにかえて

2014年1月の『ザ・バンカー』誌が選出した「2014年中央銀行総裁賞」を受賞した黒田総裁は、その任期終了時（2018年4月8日）に再（々）任されることになるのであろうか。あるいは、アベノミクスの「第1の矢」としての量

的・質的金融緩和策という非伝統的金融政策は、はたしてその所期の目的である「デフレからの脱却」に成功しているのであろうか。それとも、株高・円安に象徴される「資産価格バブル」に再点火する一方で、超緩和的な金融政策により超低金利状況を長期化させて、GDPの2倍以上に積み上げた国債発行残高の「利払い費」を低水準に抑圧することにより「財政再建」という喫緊の構造・財政改革に対する政治と政治家の取り組み努力を先送りさせる「財政規律」の放棄、そして「財政赤字のマネタイゼーション」に終わるのであろうか。日本銀行の異次元緩和策の「出口戦略」は、セントラルバンキングの研究者はもとより、中央銀行ウォッチャーや投資家たちにとって、めったに遭遇することのない興味津津たる機会が到来していることだけは確実である。

2016年のアメリカ大統領選挙でD・トランプ氏が勝利したことにより、大幅な財政拡大政策（公共事業の強化と大幅減税）の見通しが生じている。これにより国債利回りが上昇し、ドル高・円安をもたらしており、「デフレ脱却」を目指すアベノミクスにとって楽観的な見方を再燃させつつある。しかしながら、このアメリカから吹いている追い風、いわゆる「トランプ旋風」が日本経済にとって「第2の神風（the second divine wind）¹⁷⁾」となるのかどうかについては、今しばらく様子を見る必要がある。しかしもっとも肝要なのは、アベノミクスの第3の矢である規制緩和や構造改革が実行に移されて、その新しい経済・社会環境の下で日本の企業経営者たちが「バブル経済」崩壊後の慎重な経営姿勢を一大変換して、大胆な経営スタンスへと方向転換ができるか否かであろう。

注

- 1) 2016年12月30日付け『日本経済新聞』。
- 2) 以下の金融政策手段に関する考察では、日本銀行金融研究所(2011)や島村・中島(2011)、黒田(2010)、白川(2008)などが参考になった。
- 3) ただし、手形割引業務は2001年6月に取引を停止した。
- 4) 2001年に即時グロス決済制度 (real time gross settlement: RTGS) を導入した日本銀行は、日銀ネットを利用する民間金融機関に対して「日中当座貸越 (day-light overdrafts)」を認め、資金決済の円滑化を図るようになった。
- 5) たとえば、2011年における銀行の2兆5千億円超の定期預金にかかる支払い準備率（必要準備率と呼ばれることもある）は1.2%である。詳細は、島村・中島(2011)を参照。これ以外にも、19世紀後半にロンドン金市場へ影響を及ぼす政策手段である「金措置 (gold devices)」がある。春井(1992)を参照。
- 6) 日本銀行が量的緩和政策を考案するに至った理論的・政策的検討の詳細については植田(2005)を、また、金融政策委員会の政策決定会合での議論の進展状況に関する実際については梅田(2011)が詳しい。春井(2012)を参照。
- 7) 本節の記述は、島村・中島(2011)に負うところが大きい。
- 8) 東京証券取引所の株価指数(日経225)は1980~89年の間に約400%上昇した。一方、地価(六大都市圏の市街地価格)は1980~92年にかけて約500%上昇した。
- 9) 当時の日本銀行の審議委員であった植田氏がゼロ金利解除に反対票を投じながら、政府の議決延期請求に反対票を投じたことは、日本銀行の独立性の観点から大きな意義がある。
- 10) 島村・中島(2011)によれば、この量的緩和政策は、「①短期金利の低下(事実上のゼロ金利の実現)、②潤沢な資金供給による金融システム不安の緩和、③金融機関の貸出姿勢の積極化、④企業や家計に、豊富な資金供給が景気回復につながるという期待を抱かせる「期待効果」などを目指したものであった」とされている(230ページ)。
- 11) アメリカのリッチモンド連銀総裁のラッカー氏は、「中央銀行の信用供与の短期的メリットと長期的コストについては、今後も議論が続くであろう。しかし、そのメリットがそのコストよりも大きいと考えられるとしても、これらの手法は財政政策の手段であり、金融政策とは異なるものであることを認識しておくことが重要である」と警告している。Lacker, J. M., 'Financial Conditions and the Economic Outlook', speech at the Risk Management Association, Richmond Chapter, Richmond, Va, January 16, 2009.
- 12) この数字は、2012年3月8日にドラギ総裁が記者会見で示したECBの数字とは若干異なる。対GDPは2011年対比ではなく、2007年対比である。またECBが金融政策に関連する資産としては計上されていない、外貨建て貸付を含んでいる。
- 13) 2017年5月3日付け『日本経済新聞』。
- 14) 「デフレ」の各種定義については、早川[2016]を参

- 照。
- 15) 消費者物価が長年にわたり低迷、あるいは下落傾向が観察される経済環境の下では、家計が将来において商品やサービスの価格が低下すると予想される状況における家計の合理的な消費行動は、価格低下の前に定価で購入するのではなく、購入を先送りすることである。価格に関する「予想の弾力性 (elasticity of expectation)」がマイナスの値を示しているかぎり、家計の消費行動は先送りされるので、「デフレ」状態が継続され、消費者物価は上昇しない。1990年代初めに降の「バブル経済」崩壊により、日本では長期的なデフレ状態が持続された。このような「政策環境」の下では、QQEは「デフレ脱却」を実現することが困難となった、と考えることができる。
- 16) 「ひもの理論」の提唱者として「往年のFRB議長マリナー・エクルズが述べたように」との指摘がある。しかしSandilans [2001, p.231] およびWood [2006, p.377]によれば、厳密には、この用語は1935年銀行法のアメリカ議会における公聴会においてFRB議長マリナー・エクルズ (Marriner Eccles) の証言を支援する形で下院議員のゴールズバラ [T. Allan Goldsborough] によって1935年に初めて提唱された、とされている。エクルズ理事：「現状の下で採りうる措置は、もしあったとしても、きわめて少ないでしょう。」ゴールズバラ下院議員：「理事は、『ひものは押すことができない [You cannot push on a string]』、とおっしゃりたいのですね。」エクルズ理事：「それは絶妙の表現法です、『ひものは押すことができない』。…」
- https://en.wikipedia.org/wiki/Pushing_on_a_string
2017年1月11日に検索。
- Angrist, Jorda and Kuersteiner [2013] を参照。
- 17) *The Economist*, January 7th, 2017, p. 8.
- 日。
- 黒田東彦 [2014] 『「2%」への招待状——日本経済団体連合会審議員会における講演——』, 12月25日。
- 黒田東彦 [2015] 「最近の金融経済情勢と金融政策運営——大阪経済4団体共催懇談会における挨拶——」9月28日。
- 日本銀行 [2015a] 『経済・物価情勢の展望』, 4月30日。
- 日本銀行 [2015b] 『「量的・質的金融緩和」：2年間の効果の検証』『日銀レビュー』2015-J-8, 5月。
- 日本銀行 [2016] 「政策委員会金融政策決定会合 議事要旨」(2016年9月20, 21日開催分), 11月7日。
- 春井久志 [1992] 『金本位制度の経済学——イギリス金本位制度の理論と歴史・政策——』ミネルヴァ書房。
- 春井久志 [2012] 「書評：梅田雅信著『日銀の政策形成——「議事録」にみる、政策判断の動機と整合性』東洋経済新報社, 368頁, 2011年」『金融経済研究』第34号, 90-93ページ, 4月。
- 春井久志 [2013] 『中央銀行の経済分析』東洋経済新報社。
- 春井久志 [2014a] 「中央銀行は物価を動かせる？」『週刊エコノミスト』, 2014年5月6日/13日合併号, 36-37ページ。
- 春井久志 [2014b] 「金融政策と物価コントロール：1694年創立のイングランド銀行と主要な中央銀行を中心に」『経済学論究』, 第68巻第2号, 9月。
- 春井久志 [2015a] 「インフレ率<2%>の起源」『証券レポート』, No.1689, 4月。
- 春井久志 [2015b] 「中央銀行の金融政策と国債管理」『証券レビュー』, 第55巻第4号, 4月。
- 春井久志 [2015c] 「中央銀行の金融政策と『デフレ脱却』」『証券経済研究』, 第90号, 6月。
- 早川英男 [2015a] 「アベノミクス成功に求められるもの——財政健全化策と成長戦略の具体化が必

参 考 文 献

- 池尾和人 [2013] 『連続講義・デフレと経済政策』日経BP社。
- 梅田雅信 [2011] 『日銀の政策形成——「議事録」にみる、政策判断の動機と整合性』東洋経済新報社。
- 翁 邦雄 [2011] 『ポスト・マネタリズムの金融政策』日本経済新聞出版社。
- 黒田晃生 [2011] 『入門 金融』(第5版), 東洋経済新報社。
- 黒田東彦 [2013] 「なぜ「2%」の物価上昇を目指すのか——日本商工会議所における講演」, 3月20

非伝統的金融政策

- 要——』『地銀協月報』, 4月号, 2~9ページ。
- 早川英男 [2015b] 『金融政策の「誤解」』慶応義塾大学出版会。
- 「みずほマーケット・トピック」[2016], 5月17日。
(<http://www.mizuhobank.co.jp/2017年1月4日> 検索)。
- 宮尾龍蔵 [2016] 『非伝統的金融政策』有斐閣。
- 吉田健一郎 [2016] 「欧州経済：限界が近づく ECB の金融政策」『金融財政事情』11月7日号。
- Japan—2014 Article IV Consultation Concluding Statement of the IMF Mission, Tokyo, May 30.
- Angrist, J.D., O. Jorda and G. Kuersteiner [2013] ‘Semiparametric Estimates of Monetary Policy Effects: String Theory Revisited’, NEBR Working Paper No.19355, August.
- Gregory, T.E. [1964] *Select Statutes Documents & Reports Relating to British Banking 1932-1928*, Augustus M. Kelly.
- Keynes, J.M. [1936] *General Theory of Employment, Interest and Money, The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. 7, 1973. (塩野谷裕一訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社, 1992年)。
- Keynes, J.M. [1977] *Activities 1920-1922, The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol.17. (春井久志訳『条約改正と再興』東洋経済新報社, 2014年)。
- Krugman, Paul [1998] “It’s Baaack Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap”, *Brookings Paper on Economic Activity*, No.2.
- Moggridge, D.E. [1972] *British Monetary Policy 1924-1931: The Norman Conquest of \$4.86*, Cambridge at the University Press.
- Sandilans, Roger G. [2001], “The New Deal and ‘domesticated’ Keynesianism in America”, in John Kenneth Galbraith and Michael Keaney (2001) *Economist with a Public Purpose: Essays in Honour of John Kenneth Galbraith*, Routledge.
- Wood, John Harold [2006] *A History of Central Banking in Great Britain and the United States*, Cambridge University Press. It cites U. S. Congress House Banking Currency Committee, Hearings, *Hearings, Banking Act of 1935*, March 18, 1935.

(中央銀行研究所代表・
当研究所客員研究員)