



RIETI Discussion Paper Series 19-J-055

日本の金融政策：平成時代の回顧

高橋 亘
大阪経済大学



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所

<https://www.rieti.go.jp/jp/>

日本の金融政策：平成時代の回顧¹

高橋 亘（大阪経済大学）

要 旨

本稿は、バブルの生成・崩壊とその後のデフレ時代の約30年間に当る平成時代の日本の金融政策を論じている。このうち約20年前から現在まで実施されてきている非伝統的金融政策(Unconventional Monetary Policies)については、それぞれの政策を要約したほか、従来から中央銀行が重視してきている金融政策の規律(Discipline of Monetary Policy)に焦点を当てインフレ目標との関係、また財政政策との関係を論じている。また最後に独立した中央銀行としての日本銀行のあるべき姿も論じた。

ここでいう金融政策の規律とは、市場機能を最大限に生かしながら金融政策を運営するためのものである。市場操作では入札によること、中央銀行の資産購入は短期国債に限ること、この結果、中央銀行の資産規模は最小にすることなどである。いわゆる非伝統的な金融政策は、こうした規律を緩めるプロセスでもある。日本はその典型例である。

現在の金融政策である量的質的緩和政策は、6年を経てその目標に達していない。その主な背景は、長期間の成長力の停滞という構造的な問題である。インフレ抑制のための中央銀行の独立性という1990年代の議論は現在の状況に適應しない。中央銀行には、中長期的な立場から政府の経済政策に忠告を与えることが期待される。これが現在の状況で、独立した中央銀行に期待される役割であろう。

キーワード：中央銀行の独立性、金融政策の規律、非伝統的金融政策、インフレ目標、財政支配 (Fiscal Dominance)、金融抑圧 (Monetary Repression)、潜在成長力

JEL classification: E02, E44, E52, E58, E62

RIETI ディスカッション・ペーパーは、専門論文の形式でまとめられた研究成果を公開し、活発な議論を喚起することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、所属する組織及び（独）経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

¹本稿は、（独）経済産業研究所におけるプロジェクト「産業再生と金融の役割に関する政策史研究」の成果の一部である。また本研究は学術振興会科研費（15H0572）の支援を受けている。本稿の原案に対して、武田晴人名誉教授（東京大学）、渡邊純子教授（京都大学）、井戸清人副理事長（国際経済研究所）、Dr.Adam Posen (Peterson Institute)ならびに経済産業研究所ディスカッション・ペーパー検討会の方々から多くの有益なコメントを頂いた。ここに記して、感謝の意を表したい。

1. はじめに

本稿の目的は、主に平成時代（1989～2019年）を念頭に日本の金融政策を回顧することである²。日本経済では、平成時代が始まった1989年に株式市場で、それに少し遅れて不動産市場でバブルが崩壊し³、2000年代初頭までにはその処理に追われ、その後も労働人口の減少に伴う成長力の低下に苦しんできている。こうした日本経済の不振は、一般にはデフレによるとされてきた。しかしこれは必ずしも適当でないだろう。日本経済のより重要な問題（病因）は潜在成長力という経済の実力の低下であり、デフレはその症状のひとつにすぎないと考えられるからである。この間、日本銀行は1998年の日銀法の改正により「独立した中央銀行」として再出発を果たした。1998年以降の約20年間の日本銀行の政策を振り返ると、1990年代初めに生じたバブル崩壊による日本経済の苦境からの再生を模索する困難な道であったともいえる。それは「海図なき航海」にもなぞらえられる。本稿では、平成時代の30年間の日本銀行の政策、とりわけ後半20年間の非伝統的な政策を、伝統的な金融政策の規律と新たな規律としてのインフレ目標との関係として試論的に論じている。日本経済は1980年代後半のバブルも1999年のゼロ金利政策から始まる非伝統的な金融政策も世界に先駆けるものであった⁴。そこで本稿ではまず第二章として、平成時代の金融政策の前史として1980年代のバブルの問題を新たな知見を踏まえてとりあげる。第三章では1990年代末から始まった20年間の非伝統的な金融政策を伝統的な金融政策の規律とインフレ目標という規律の点から整理して論じている。第四章ではこの20年間に実施された4つの非伝統的な金融政策を、評価を中心に順に整理している。第五章、第六章では、日本の非伝統的な金融政策を、財政政策と独立性の関係からそれぞれ論じている。いうまでもなく、財政政策との関係も独立性も、金融政策の規律と密接に関連している。第七章では、結びにかえて日本経済の進むべき道に論及した。

2. 1980年代後半のバブルについて

（1）バブル生成と崩壊の経緯

本節では、日本銀行が非伝統的な金融政策を採用に至る前史として、1980年代後半の日本経済のバブルの生成と崩壊の経緯について論点を絞り簡述する。

バブルの生成については、当初は1985年9月のプラザ合意による為替調整とそれに伴う金融財政政策の政策協調がもたらした長期間に亘る低金利政策、拡張的な財政政策が主たる背景として指摘されることが多かった。そこでここではまず金融財政政策の推移で日本

² 伊藤・小池・鎮目（2015）、伊藤・大貫・森田（2018）は、日本銀行保管のアーカイブ資料を使って、それぞれ1980年代、1990年代の金融政策を回顧している。

³ 株価のピークは1989年末、都市の商業地価格のピークは1990年である。

⁴ 中曾（2017）

のバブルの生成と崩壊を整理してみよう。

政府日銀は、プラザ合意以降当初の想定以上の円高の進行に伴い拡張的な金融財政政策をフル出動させた。為替調整の目的は貿易不均衡の是正である。米国の対外赤字はレーガン政権もとの財政拡張によるマクロ的な貯蓄不足を要因とする構造的なものであったが、米国は国際協調の名のもとで、為替調整と対外黒字国による内需の拡大によってこれを是正することを試みた。特に日米間の貿易不均衡は、1980年代に急拡大し、プラザ合意という本格的な為替調整によりこれを是正することに至った。しかし当時の日本企業は円高進行のもとでも製品を高度化させることで輸出競争力を維持した。この結果、円的大幅な上昇にも拘わらず貿易不均衡の是正は日米両政府の想定ほどは進まなかった⁵。日本政府は輸出の抑制ばかりでなく輸入増加によって不均衡を是正する必要に迫られ⁶、これにより一層拡張的な金融財政政策をとるようになった。日米間の輸出競争力格差という構造的な不均衡を金融財政政策で是正することは容易ではない。一方で、日本政府にとって貿易不均衡の是正は国際公約とみなされ、その是正にめどが立つまで相当の長期に亘って政策は変更できず、市場には拡張的な金融財政政策が相当程度長期にわたって維持されるとの予想が定着することになった。バブルを生じさせた金融政策面での要因としては、低金利政策による金利水準自体よりも、低金利政策が長期間に継続すると予想が定着したことの方が背景としては大きいように思われる。

政策的にバブルの形成をさらに後押ししたのが、1987年2月のルーブル合意を踏まえた公定歩合の引き下げ、5月の政府の大型補正予算の実施と10月のブラックマンデーによる利上げの見送りであろう。日本経済はそれまでの拡張的政策と円高による交易条件の改善によって1987年にはすでに景気改善が始まっていた。政府による景気循環の定義ではすでに1985年6月に始まった円高不況は1986年11月の17か月で終了し、同月から1991年2月までの51か月のバブル景気が始まっている。景気改善を即時に景気指標で確認することは難しいが、金融市場では1987年の初めからすでに景気改善の兆しがみられていた。1987年の2月のルーブル合意では、一段のドル安を防止するために日本が大幅な景気対策を実施することを約束した。しかし1987年2月の公定歩合の引き下げも5月の6兆円規模の大型補正予算も景気回復というよりは景気過熱を招いてしまった。また景気回復が明らかになるなかで日本銀行は利上げの機会を探っていたとされるが、その機会を逸するきっかけとなったとされるのが10月のブラックマンデーである。ブラックマンデーによるニューヨーク市場の株価暴落は、それに先立つ西ドイツでの金利上昇が原因とされた。このため日

⁵ 円高が進んでも輸出金額が減少しないことは、当初はJカーブ効果もあるとされたが、時間を経つにつれて、為替だけでは調整できない構造的な黒字の存在が脚光を浴びることになった。

⁶ 日本銀行は主に1987年～1988年の調査月報で、米国経済は輸入が増加しやすい体質であるのに対して日本経済は輸出が減りにくい体質であったことなど米国との対外不均衡には構造的な要因が大きいことを論じている（過去の調査月報論文については、日本銀行ホームページ内の「調査月報・季報」に掲載されているほか上林（1991）の論文集に所収されている）。

本の利上げは国際協調を乱すとの懸念から先送りされ、日本は結局 1989 年の 5 月まで金利引き上げを待たねばならなくなったとされている。

日本のバブルは株式市場では 1989 年末、不動産市場でも 1990 年に崩壊した。バブルの崩壊の原因は基本的には、資産価格への値上がり期待の反転である。一般の財市場と異なり資産市場では、価格上昇が値上がり期待を生み需要を増加させ、超過需要が拡大しさらに価格上昇が起こる。一方一旦価格下落が生じれば、値下がり期待が生まれ超過供給が生じさらに価格下落が起こる。このような期待の反転を生むきっかけのひとつとなるのが金融政策の政策転換であるが、期待の反転が実現するには政策転換が市場に広く認識されることが必要になる。バブルの時期金融政策は市場に、低金利が続くという根強い期待を生んでいた。このため政策転換が期待の反転を生むまでは時間を要した⁷。日本の公定歩合は 1989 年に 3 回（5 月、10 月、12 月）90 年に 2 回（3 月、8 月）、91 年に 1 回（7 月）と連続的に引き上げられた。また 1990 年 3 月には大蔵省により銀行の不動産融資規制が導入された。これらが、日本のバブル崩壊の一因となった。

（2）バブル生成の理論の推移

前節では、バブルの生成と崩壊を金融財政政策との関係から整理した。その後日本のバブルについてはいくつかの理論的な解明が試みられてきた。

バブルについては理論的にはまずプラザ合意以降に実施され継続された低金利政策が要因として指摘されてきた。正確には、前述のように低金利政策が長期間に亘って維持されることとの期待が支配的になったという要因が大きい。

ただ次第に不動産融資の急増等バブルを生んだ金融機関行動にも焦点が当てられるようになった。金融自由化の進展にもとで、日本の銀行部門は、規制が緩められ、競争が激化し、利鞘の縮小に見舞われた。また従来の主要顧客であった大企業が資本市場から資金調達を増大させる⁸一方、銀行からの借り入れを減少させ、銀行は新たな顧客を求め、不動産融資に傾斜した。こうした銀行部門の過剰な融資行動なしで、低金利のみでは日本の異常なバブルは説明できない。Takahashi (2012) は、戦後の日本の経済ガバナンスの変遷を論じる中で、金融自由化にともない銀行セクターに対する行政からの監視（ガバナンス）が低下する一方、リスクマネージメントなどの民間銀行のガバナンスが未熟の中で、ガバナンスの空白が生まれ、バブルを生む金融機関行動が過熱化したと論じている。

バブルについての理論的にも最も包括的な説明は、翁・白塚・白川（2000）で与えられている。彼らは、政策や金融機関行動、税制等を包括的に分析し、それに加え当時の社会に生まれた「期待の強気化」という社会心理的要因がバブル形成に大きな役割を果たした

⁷ 資産市場は一般には効率的市場とされるが、協調行動の支配によって期待が粘着的になるのも資産市場の特長である。ケインズの美人投票の例にならって当時日本でも「バンドワゴン効果」などが指摘された。

⁸ 大企業が資本市場からの資金調達を増やした背景にはバブルにより、資本市場で著しく低利回りで資金調達が可能になったとの事情もある。

ことを強調する。バブルが集団的な行動として生じていることに注目すれば、個々の独立した判断ではなく、互いに依存する社会心理が生まれたという指摘は重要であろう。

日本のバブル崩壊とその後の金融機関の不良債権問題は、当初日本に特殊の問題とみなされることが多かったが、2008年のリーマンショックによる国際金融危機で類似性が注目され、より一般的（universal）な問題と認識されることになる⁹。その類似性に注目して、日本のバブルを分析したのが Hattori, Shin, Takahashi (2009) である。彼らは、金融自由化の中で、国際的な資金移動によって国外から国内に流動性が供給されバブルを生んだことに注目する。さらにそうした流動性の供給ルートとして伝統的な銀行部門以外のセクターが金融仲介機能を担い資金を流入させたことに着目した。例えば米国ではサブプライム危機においては、米国の投資銀行等の「シャドーブランク」が生成した金融商品を欧州等の金融機関が購入し資金が米国に流入したことが指摘できる。一方日本でもバブル期に商社等の非銀行部門が海外等で社債を起債し、その資金を国内銀行の大口の自由金利預金として預入した。預金が増大した銀行はその運用先を求めて不動産融資を増大させた。

Hattori, Shin, Takahashi はこのような分析を踏まえて、金融規制が伝統的な金融部門のみに焦点を当てること疑問を投げかけた。金融は常に既存の金融部門を超えて活動が拡大しがちだが、それは経済の厚生を高めるとともに新たな危機を生みかねない。

一方 Hattori, Shin, Takahashi では銀行の集団的な行動によってバブルが生まれたことにも注目し、集団的な行動に対する規制の重要性を指摘した。当時日本銀行は、個々の銀行の貸出増加量を規制する窓口指導を実施していた。窓口指導については、日本銀行自身が、様々な規制が残り金利が自由に動かない時代の金利政策を補完するための古い政策と性格づけていた。1980年代後半には、金利自由化も進展したため、日本銀行は窓口指導の重要性は低下したと考えていた。窓口指導のもつ競争規制は好ましくないとの判断から、1980年代後半には窓口指導は残されたものの、融資額目標は銀行の自主決定に委ねられるようになった。しかし従来の横並び意識が残存する中で、各銀行は互いに競争行に負けまいと大きめの目標を設定した。これが過大の貸出を生み、バブルを助長したと指摘されている。窓口指導は1990年代前半には廃止された。Hattori, Shin, Takahashi は当時窓口指導が適正に運営されていたのであれば、バブルを抑制できた可能性を示唆する。銀行の量的規制は、例えば流動性規制のように現在マクロプルーデンス（Macroprudence）の規制として復活してきている。個々の合理的な行動が集団的な行動により非合理的な結果としてバブルを生むとき、窓口指導の様な規制は正当化されるのである。

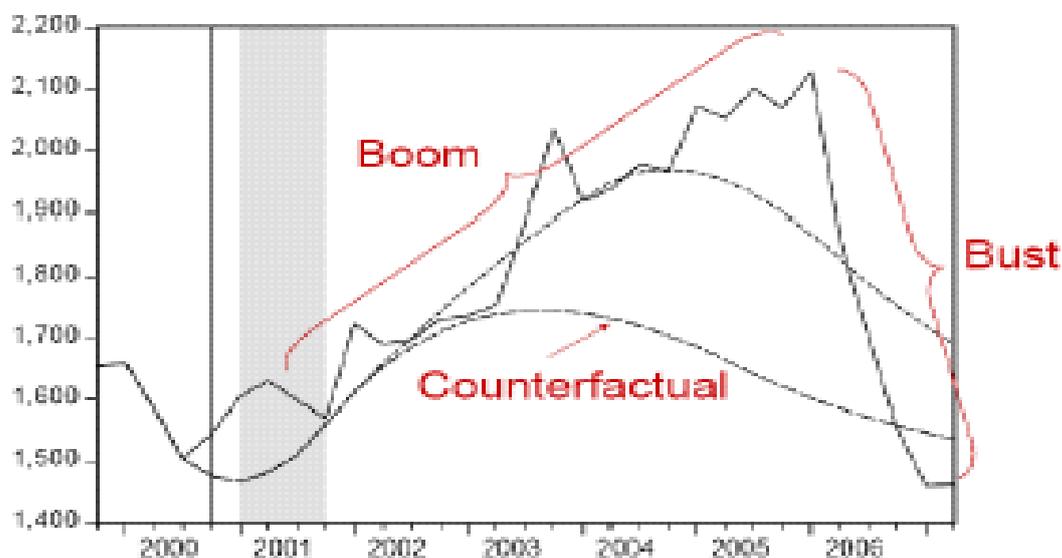
最後にバブルが経済理論ではいまだに十分に解明されていないことを紹介しよう。図表1は、サブプライム危機についての John Taylor の分析である¹⁰。Taylor (2009) は、サブプライム危機を生んだ米国の住宅バブルについて当時の FRB 議長のグリーンズパンの低金

⁹ 白川 (2010)

¹⁰ Taylor (2009)

利政策が問題であるとした。テイラー教授は、仮に FRB が教授の提唱するテイラー・ルールに従い、より早く段階で金利を上げていけば、大きなバブルは生じなかったことを実証的に示した。図表は不動産市場にサブプライム・バブルが生じた 2000 年から 2006 年間の米国の住宅着工件数の推移を示している。一番上のギクシャクした線が実際の住宅着工の推移である。これと重なる丸い破線が、テイラー教授が現実の金利を用いて計量モデルで再現した住宅着工の推計値である。これにより、実際に金利がテイラー・ルールの示す「適正水準」より低すぎたため住宅市場のバブルが生まれたことを計量モデルで証明した。一方仮に教授が提唱するテイラー・ルールに従ってより早めに金利を引き上げていた時の推定値を示したのが、反証 (counter-factual) として示した下の低い丸い破線である。計量モデルは、仮に FRB がテイラー・ルールに従って金融政策を運営していれば、バブルはより小さなものにとどまったことを示している。しかしこの図についてむしろ注目したいのは、実際の金利の動きにより推計した上の丸い破線と実際の住宅着工の推移の対比である。計量モデルの推計は 2004 年をピークに前後 2 年間、住宅着工が対照的に滑らかに上昇・下落する姿を描いている。推計のデータでは 2002 年に約 1700 万戸であった住宅着工は 2004 年に 2000 万戸のピークに達し、2006 年には元の 1700 万戸に戻る滑らかな姿が示されている。一方実際のデータは、上昇は 2002 年から 2007 年の 3 年間、下降は 2007 年間から 2008 年の 1 年間と上昇よりも下降期間が短い。すなわちバブルには、計量モデルによって示された理論上の推計とは違って実際にはゆっくり上昇して急激に下降する性質がある。しかも上昇は 1700 万戸から 2100 万戸の 400 万戸の増加に対し、下降は 2100 万戸から 1500 万戸まで一気に 600 万戸の減少、3 年間にわたって毎年 130 万戸上昇したものが、1 年間で一気に 600 万戸下落した。このような急激で大幅な下落も経済理論による推計では捕らえられない。バブルは、経済理論では未だ十分に把握されない。バブルについての我々の知識は不十分であり、謙虚に臨む必要があるだろう。1990 年代を迎えて日本経済はこのようなバブル崩壊のダメージから復活する困難な道を歩むことになった。

図表 1. 米国の 2000 年代初めの住宅バブルの実際とテイラー教授による推計



【出典：Taylor (2009) p5】

1980 年代の日本経済のバブルについては、時代を追って当初の国際協調に伴う大幅な緩和と政策を要因とする単独犯説から、金融自由化に伴う銀行行動の変化などの複数犯説が有力になってきた。ただこうした説明は、経験を踏まえて帰納的に後から述べられたものも多く、当時に当初からそうした理論が確立していたわけではない。またその後の理論の発展にも関わらず、バブルについても理論・実証的な解明はいまだ十分でない。さらに従来必ずしも指摘されてこなかった点として、高度成長期が終り、成長力が低下し、金融構造も変化する状況で、構造的な変化を認識することなく従来型の拡張的な政策を実施したとの問題もある。これは構造的な問題という長期的な問題に、専ら短期的な財政金融政策で重点的に対処した不適切な対応がもたらした結果でもあった。適切な政策対応を行えなかったことは、政策の効果を弱め、政策が効果を上げるためにはさらに大規模な政策の発動が必要との悪循環を招きがちである。バブル時代の政策運営は経済構造が大きく変化し、経済の見通しがつきにくいという不確実性が高まる中での政策運営のあり方に大きな課題をもたらした。不透明性を解消するためにも積極的に大胆な政策をとるべきか、不確実性を考慮して慎重に対処すべきか、必ずしも明示的でない長期的な帰結をどの程度意識して政策を行うべきか、さらに理論的な解明が十分でない状態での何を指針として政策を行うべきか、これらの政策課題はその後約 30 年間、今日までも変わらぬものとなっている。

バブル崩壊後の 30 年、成長率の低下に伴う成長政策の歩みが遅い中で、金融政策には景気回復への負担がのしかかることになった。また、金融構造の変化の中で行われた金融自由化は、その後の銀行の経営破綻という高い代償を払ったあとで新たな規制監督体制が模索されることになった。

3. 金融政策の規律

(1) 金融政策の規律とは

本章では、日本の非伝統的金融政策を、「伝統的な金融政策の規律」と「インフレターゲット」の関係から論じていく。順番は逆となるが、まず「インフレターゲット（主として1990年代以降）」は、「金本位制（19世紀以降20世紀半ば）」「固定相場制（ブレトンウッズ体制：1944年から71年まで）」「マネタリーターゲット（主として1970年代、1980年代）」と並ぶ政策運営上の規律として位置づけられる¹¹。これにより、規律のない無秩序な政策運営が抑制される。一方の「伝統的な金融政策の規律」とは、金融政策を実行していく上で市場メカニズムを尊重することなどのための規律である。

中央銀行とは、「最後の貸し手(Lender of Last Resort)」という言葉で表現されるように、短期資金の独占的な供給者の立場にある。市場金利を誘導する一方で、市場機能を尊重するためには、短期資金の供給量を最小にして独占のもたらず弊害を減らし金利を誘導することが望ましい。また同じく市場機能を尊重するために、長期の資産の価格付けは市場の期待が反映されることが望ましいため、中央銀行はそれを阻害しないように売買は極力短期資産に限定することが望ましい。さらに民間資産は市場でリスクプレミアムが評価されることが望ましいため、中央銀行はリスクフリーの国債のみを売買することが望ましい¹²。上記を総合すれば、短期国債を最小量売買することが、伝統的には中央銀行の理想の姿とされてきた。

これを言い換えれば、「伝統的な金融政策の規律」として、中央銀行は極力最小の短期国債の売買によって、最も短い短期金利をコントロールして、民間資産の金利評価（クレジットプレミアムの評価）、長い金利の評価（タームプレミアムの評価）は市場に委ねることが最も望ましいこととされる¹³。

¹¹ ここでの「規律」は、政策運営でよく用いられる「錨（アンカー：anchor）」と同義である。金融政策は、金本位制のもとでは「金平価（parity）」が、固定相場制の下では為替レートがアンカーとなっていた。先進国経済は1970年代には、インフレの高進や、インフレと景気後退の併走のスタグフレーションが進行するなど、経済が不安定化したが、この要因の一つとして、変動相場制に移行しアンカーが失われたことが理由とされる。インフレターゲットは、金本位制、固定相場制に続くアンカーとすることができる。

¹² 中央銀行は伝統的には、実際の商品の売却による商業手形（真正手形）を（再）割引きする（銀行が割引いた手形を中央銀行が割引くこと）ことが基本原理とされた（Real Bills Doctrine）。しかし現在では、公開市場売買で国債のみを売買することが正統とされてきている（bills only policy）。

¹³ なお銀行券の増加に伴う資産購入には、長期国債を充てるという考え方がある。これは、恒久的な銀行券の増加は実際には長期負債の増加であり、このような負債の増加に短期国債の増加で対応すれば資産の維持のため短期国債の購入回数が増加し、中央銀行の市場売買の回数は極力最小にすべきという点では好ましくないとの事情がある。このため長期負債の増加には長期国債という長期資産の購入で充てるという期間マッチングが適用される。一方、長期国債の保有量が、銀行券の残高を上回れば期間マッチングの点では好ましくない。このため日本銀行をはじめFRBも国債の保有額は銀行券の発行残高以下にとどめるという「銀行券ルール」というルールを持っていた。

一般に中央銀行には、「中央銀行は市場の中の存在」としての自負がある¹⁴。その背景には、上記のような方向で市場メカニズムを活かすことが、経済全体の効率化を生み、成長の源泉を育むとの考えがある¹⁵。これらの多くは、経済学者とも共有されてきた¹⁶。金融政策の規律の維持は中央銀行の財務の健全性に貢献することも事実だが、金融政策の規律は、こうした中央銀行の市場観・経済観を反映した面がある。

金融政策の規律を重んじる立場からは、不確実性が大きい状況では、伝統的な規律を守り慎重な政策運営が望ましいことになる。一方、市場機能・経済機能が毀損していれば、それら機能の回復を優先し、一時的には規律を破るような積極的で大胆な政策も望ましいことになる。これらは、通常の規律と緊急時の対応との区別とすることもできるが、実際の運営上両者の峻別は容易ではない。日本の非伝統的な政策は、その狭間にたちながら次第に規律を緩めてきたプロセスとも総括できる。

(2) 日本の非伝統的政策の「規律」

1990年初めのバブル崩壊と金融システム不安の亢進による著しい景気悪化を経て、日本銀行は1999年から現在に至るまで断続的に非伝統的な金融政策を採用してきている。非伝統的な金融政策の特徴については、後に欧米などでの非伝統的な金融政策の採用のあと、次のような点に整理された。①ゼロ金利の採用またはゼロ金利の下での量的指標の採用、②中央銀行の伝統的な購入資産である短期国債以外の長期国債、モーゲージ債やその他民間債務の購入、③将来までの金融緩和をあらかじめ約束するフォワードガイダンス（Forward Guidance）の実施などである¹⁷。

日本銀行の、①ゼロ金利政策〈1999年2月～2000年8月〉、②量的緩和政策〈2001年2月～2006年3月〉、③包括緩和政策〈2010年10月～2013年4月〉、④量的質的緩和政策〈2013年4月～〉を振り返ると規律を緩めていくプロセスといえることができる。日本銀行は、非伝統的な金融政策を進める中で、マクロ経済の回復を優先し、短期金融市場や、国債市場の市場機能を阻害させるといった犠牲を払ってきた、また本稿では詳しく論じないが、長期国債の保有を累増させることにより日本銀行の財務に関する潜在的なリスクを高めてきた。

非伝統的な政策と、市場規律の関係を整理すると、①ゼロ金利政策は端的には中央銀行がゼロ金利で短期金融市場での資金需要に応じるスキームだが、短期資金の供給額は需要額に応じるという形で市場機能が働いていた。次の②量的緩和政策は、中央銀行側の供給

¹⁴ 「市場のなかの存在 (in the market)」とは、他の政策官庁と違って、中央銀行が、金融市場の中心にいて、商取引に基づき政策を運営し、常に金融情勢・経済情勢の把握に努めているとの自負に基づくものである。

¹⁵ 金融市場においても、1962年の新金融調節方式の採用から1994年の公定歩合の改名までのプロセスは、市場メカニズムを活かすための改革といえることができる。

¹⁶ 例えば、館・小宮（1964）など。

¹⁷ 非伝統的な金融政策の理論的な整理には白塚（2009）が参考になる。

目標額が需要額に関係なく決定されるという需給関係をゆがめた側面があった¹⁸。このため公開市場操作の対象債券も次第に期間の長いものになった。一方、量的緩和政策は、当初金融システム不安が残存する中で、予備的需要として短期資金需要が大きかったことから、量的拡大目標が比較的容易に達成された。金融不安は、ペイオフが復活した2003年ごろには一応解消した。このため量的緩和政策の終了時には、公開市場調査の入札額が応札額を下回るという「札割れ」という現象が頻発するようになった。これは落札額が需要額によって決まるために生じたという点で自然な需給を尊重し市場原理が働いた結果でもあった。

③包括緩和政策は、量的緩和を上回る資産購入を行ったこと、民間債務に加え、ETFによる株式購入、J-RIETによる不動産購入を行ったという点ではより従来の規律を踏み越えた政策であった¹⁹。しかし一方では、短期金融市場の機能不全を防ぐために、短期市場金利の一定のプラスマージンを維持したこと、また量的緩和により長期国債・民間債務を購入する部分は「基金 (Asset Purchase Program)」として、概念上別勘定にすることなどの規律面の措置もされていた。基金を設定した趣旨は、非伝統的な金融政策はあくまでも非常時対応として位置付けることであった。このことは基金の設定は規律付けと同時に、非伝統的金融政策の発動余地を大きくする工夫であった。

2013年4月に黒田総裁によって採用され現在まで続く④量的質的緩和政策は意図的かつ大胆に規律を破った政策といえる。包括緩和で設けられた基金と一般勘定とを統合したこと、長期国債の購入額を一気に増やし、包括緩和政策まで維持してきて来た「銀行券ルール」を停止したほか、民間債務であるETFやJ-REITの購入額も大幅に増額した。また2016年2月から実施しているマイナス金利政策を是正するため2016年10月に採用したイールドカーブ・コントロールでは、オーバーシュートコミットメントとして、マイナス金利導入以来、インフレ目標の達成を大規模資産購入の解除条件としていたフォワードガイダンスを、インフレ目標達成以降も一定程度資産購入を続けるものに変更した。

このように日本銀行の非伝統的な金融政策では、伝統的な金融政策の規律は緩和され続けている。特に量的質的緩和政策以降、その傾向は顕著であり、日本銀行の長期国債保有

¹⁸ 一般に中央銀行が政策の操作目標を金利から量に変更しても、市場の需給関係が歪められるわけではない。量的目標の下では、中央銀行は短期金利を金利目標の時よりより自由に変動させて量的目標を達成させる。ただ、ゼロ金利制約の下では、こうした金利の変動が不可能なため、中央銀行はより長期の資産を購入し長期金利を低下させたり、民間資産を購入し民間資産のクレジット評価を低下させ量的目標を実現させるなど市場への介入を増やすため、市場機能を歪めることになる。無論こうした施策は、市場機能が不全の場合はそれを是正、補完するという側面もあるが、基本的には一時的な是正措置であり、市場が正常化した後も継続すれば、市場機能を歪めることになる。

¹⁹ 歴史を明治期までさかのぼることになるが、日銀発足時(1882年)の日銀条例では、「諸工業会社ノ株主ニナルコトハ勿論」のほか「不動産ノ所有主タル事」を民間企業の影響に干渉しかねないものとして禁止している。これは古典的な中央銀行の規律を反映したものと思われる。高橋(2013)は歴史的な日銀法関連の理念の変化を論じている。

残高は13年初めの約90兆円から18年半ばには約450兆円に増加²⁰、発行残高の4割超を保有し、市場では流通国債が品薄になって、市場取引に必要な国債を日本銀行が品貸することが常態化している。またETFについても残高ベースでの日本銀行のシェアは7割までとなっており、市場機能の阻害が心配されている。さらに2016年2月以降実施されているマイナス金利政策については、銀行の経営状態を悪化させ金融仲介機能を阻害させており、これは金融緩和効果自体を阻害しているとの指摘もされている

このほか、以下では、金融政策の規律という側面から非伝統的な政策で広く運用されているフォワードガイダンス、そして量的質的緩和政策以降の特徴でもあるサプライズ政策についても論じてみたい。

フォワードガイダンスは、1999年のゼロ金利政策採用時から、日本銀行が世界に先駆けて採用した政策であり、将来に亘る金融緩和政策の継続をあらかじめ約束することで期待を通じて金融緩和効果を高めるものである²¹。この政策は、将来の金融緩和を約束することで、金利がゼロ以下に低下できないゼロ金利制約に陥った金利政策を補完するものである。非伝統的な金融政策の中で、フォワードガイダンスの効果は、実際には期待を通じて長期金利を低下させる効果があったが、比較的效果の大きい政策であるといえよう。一方金融政策の規律という面ではその評価は微妙である。伝統的な金融政策でもルール化された金融政策では、金利政策の予見性が高まることから、期待の効果を通じて長期金利にも影響を与えるがこれはむしろ市場メカニズムを尊重した政策といえる²²。しかし非伝統的な政策で採用されたフォワードガイダンスには、ルールに基づかない裁量的な側面があり市場機能を歪めかねない側面がある。

現在の量的質的緩和政策の規律面での今一つの特徴は、事前に政策を予告しない「サプライズ」の政策手法である。経済学における「合理的期待革命」以降、金融政策運営はルール等に基づくことで、市場に事前に予想させることにより政策効果を挙げるという手法が望ましいとされてきた。これに対し、量的質的緩和政策では、非伝統的な金融政策が一般的にそうであるように、ルールに基づかないほか、あえて政策変更を事前に予告せず意外感で政策効果を挙げるといった手法をとった。量的質的緩和政策では、市場の期待のコントロールが重視される。このため、市場に根づくデフレ期待を激変させるためには、サプライズが必要という判断もあっただろう。しかしサプライズで期待を変化させてもその後期待を思う方向にコントロールすることは難しい。またマイナス金利導入時には、サプライズは混乱をもたらした²³。このためサプライズ手法の是非は必ずしも容易に判断はできな

²⁰ 保有国債の平均残存期間も従来の約4年から約7.5年と2倍の長さになった。

²¹ フォワードガイダンスは、①将来の一定の時期まで緩和の継続を約束するもの（calendar-based型）と②経済の一定の条件（たとえばインフレ率や失業率）を達成するまでの緩和の継続を約束するもの（state-contingent型）に二類型化される。

²² この背景にはルール化された政策は経済厚生を高めるという規範的判断がある、

²³ 日本銀行はそれまで政策運営手法を大きく変えるときは、前月の金融政策決定会合で執行部に検討を指

いといえる。

以上に加えて日本銀行は、非伝統的な金融政策の実行の下で、資産担保証券 (Asset-backed Securities: ABS)、資産担保コマーシャルペーパー (Asset-backed Commercial Paper: ABCP) を担保として受け入れたりオペの対象としたほか、成長基盤融資など特定の産業への銀行融資を促す政策を始めた。資産担保証券の受け入れは、中央銀行が未整備であった資産担保証券市場の発展を促す、また成長基盤融資も、過度に委縮した銀行の融資姿勢を是正するという、「市場の整備」「市場の失敗の是正」という側面で正当化されるが、これが行き過ぎれば、本来市場機構に委ねるべき領域に中央銀行が踏み込むことは注意が必要である。

(3) インフレターゲットをめぐる

日本銀行の金融政策をめぐるのは、規則的な運営の導入として「インフレ目標の採用」が論点になってきた。前述のように、インフレターゲットは「金本位制」「固定相場制」「マネタリーターゲット」に続く政策上の規律という側面を持つ。

1998年に独立した中央銀行として再出発した日本銀行にとって、「インフレ目標の採用」の問題は独立性の問題とも関連して悩ましい問題になった。1990年代、ニュージーランド、オーストラリア、カナダ、英国と先進諸国の中央銀行は金融政策の枠組みとしてインフレターゲットを採用した。その多くは、代表的には DeBelle & Fisher (1994) などの主張にも則して、インフレ目標の数値の決定 (金融政策の目標) には、政府・議会等の政治が関与し、その達成のための短期金利水準の決定 (金融政策の手段) は、中央銀行に委ねるという、「目標」と「手段」を分離して「目標の独立性 (goal independence)」ではなく「手段の独立性 (instrument independence/operational independence)」のみを中央銀行の与えるということが標準となった。日本銀行の場合法制上もこの枠組みの設定が曖昧であったが²⁴、その採用にも少なくとも三つの問題があり、採用は先送りされてきた。

第一は、そもそもインフレターゲットは、インフレ抑制のための枠組みであり理論的にもデフレの克服を想定していないという問題があった。経済学における中央銀行の独立性の古典ともされる Rogoff (1985) のモデルにあるように、インフレターゲットは、インフレ抑制のためには金融政策はインフレを好む政治 (政府・議会) ではなくインフレに保守的な中央銀行に委ねるべきというのが基本的な設定であった。このためインフレターゲットはデフレ克服のために有用であるか基本的な疑問があった。

第二は、インフレターゲット採用国では、インフレターゲットは中央銀行の伝統的な金利政策によってインフレ抑制が実現され、トラックレコードという実績による「信用」が

示し、翌月の会合で実施を決定するという手法がとられていた。こうすれば、市場でも事実上一か月間の準備期間が与えられる。マイナス金利政策の導入においても、前月に議題とシナウンスメント効果を発揮させ、実施は翌月に延ばすことが賢明であったように思える。

²⁴ 現在の日銀法の成立過程でも、独立性について「目標」と「手段」の峻別に合意ができていないわけではない。

確立し定着していたという経緯があった。日本銀行の場合、非伝統的な政策によって、インフレ率の上昇が本当に実現できるのかは極めて実験的であった。このため、目標を達成できなければ、「信用」を失うリスクも懸念された。

第三は、実際にインフレ目標を設定するとしても、具体的に何%にするのかという問題があった。多くの先進国では2%がインフレ目標の標準であったが、過去の実績では日本のインフレの平均値は明らかに欧米諸国を下回っていた。このため仮に2%と設定しても金融政策が景気回復面で効果を上げてインフレ目標の達成は難しいように思われた。一方低いインフレ目標を設定すれば、インフレ格差から円高が進むことも懸念された²⁵。

以上のような状況で、日本銀行のインフレ目標の設定は迷走した。ゼロ金利政策、量的緩和政策では「デフレ懸念が払拭するまで(1999年)」「消費者物価が安定的にゼロ以上になるまで(2003年)」というように政策の解除条件として物価上昇率に言及したが、目標としては曖昧であった。一方数値目標の設定については2000年に「物価安定の考え方」を公表したが「目標を数値で示すことは困難」として数値目標の設定に否定的であった。しかしその後は、量的緩和の解除や金融政策の消極性を批判する政治的プレッシャーが高まる中で、2006年には「中長期的な物価安定の理解」として物価安定としてはインフレ率が0~2%にあることが9名の政策委員の「理解」であることを示した後、2009年にはさらにその明確化として0~2%のインフレ率の範囲に中心値として1%であることを加え、さらにマイナスの領域を除くことを示し、2010年にはこの「中長期的な物価安定の理解」で示された内容の達成を当時の包括緩和政策の解除条件とした。しかし2013年1月にはアベノミクスのもとで、政策委員の見解でなく日本銀行として2%をインフレ目標として採用した。これは、2010年に示した目標を1%から2%に突然引き上げたことを意味する。だがこの時点では、その達成目標時期を具体的には示さなかった。

インフレ目標の採用における日本銀行の迷走は、金融政策の一貫性という点では問題であった。状況は異なるとはいえ、イングランド銀行が当初から2%のインフレ目標を継続してきたことは、インフレ期待を安定させてきたと評価できる。しかしインフレ的な経済とデフレ的な経済との相違、深刻な金融システム不安の渦中に日本銀行がインフレ目標を達成できたかは疑問が残る。

一方日本銀行は、2009年の「中長期的な物価安定の理解の明確化」において、インフレ目標に言及するとともに、金融不均衡の点検が重要なことを指摘しており、この点は2013年1月の政府との共同声明でも再び強調されている。白川(2018)が指摘するように、金融政策は単にインフレ目標の達成のみに単純化すれば、経済安定の下でのリスク意識の低下によるバブルの発生等を見逃すことになる²⁶。これは、2007~2009年の世界的な金融危

²⁵ ただし前日銀審議委員の木内登英氏は「日銀がインフレ目標として1%を採用し、海外の目標との差が1%であっても、それ自体が為替にもたらす効果は年1円/ドル程度の円高進行である」としてその程度は比較的小さいことを指摘している。

²⁶ 金融政策でバブルにいかに対処するかについては、米国の連邦準備制度(FRB)のエコノミストの見解

機の高い教訓であった。

日本銀行のインフレターゲットの現状については、金融政策の規律付け面で金融緩和の拡大の歯止めになることができるのか疑問が残る。達成が難しい2%という目標を掲げ、その達成の時期を先送りしてきているが、これでは達成不可能な目標に固執して、緩和をいたずらに長引かせかねない懸念が生じる。これはまた成長力の低下という長期構造的な問題に本来短期的な性格を持つ金融政策を割り当てたため、成果に比べて将来のリスクが累増してきている状態ということもできる。日本銀行のインフレターゲットの真価は、実際に目標達成にめどがたった時の政策転換で判断されることになるが、現状は規律の緩みを促進している。

非伝統的な政策が長期化されるにつれ、それが「新しい常識 (New Normal) になるとの議論も聞かれるが、今後の金融運営ではその利点と弊害を十分客観的に評価していくことが重要である。

非伝統的な金融政策の変遷には中曾 (2017) が参考になる。図表2は中曾による日本の非伝統的金融政策の整理である。

とされる Fed View とスイスにある国際決済銀行 (BIS) のエコノミストの見解とされる BIS View が対比される。両者とも、多分に概念的なものではあるが、Fed View では、バブルは事後的に、BIS View では事前に対処することが望ましいとされる。一般にバブルについては、早めに対処すること、BIS View が望ましいと思われようが、Fed View では、資産価格の上昇や、景気の拡大がバブルによるものであるか否かは、そうした現象に直面した状況で、即時には判断しにくいこと。仮に、生産性の上昇等で資産価格や景気の上昇が生じているのに、それをバブルとして誤認し、引き締めを行えば、経済に対して悪影響を与えかねないことなどを考慮したものである。これには、米国では2000年のITバブルに対して、金融政策でうまく対処してきたという成功体験があったと思われるが、金融危機の経験を経て、BIS View の重要性が認識されてきたように思える。ただし前述のようにバブルについては理論的にも未解明な点も多いため、その識別は依然難しい問題である。

図表2 日本銀行の非伝統的金融政策の変遷

	操作目標	短期金利誘導目標	① 長めの金利 への働きかけ	② リスク・プレミアム への働きかけ	③ マイナス金利の適用 (当座預金への付利)	④ インフレ期待 への働きかけ	
1999/2月	ゼロ金利政策	無担保 コールレート (0/N物)	「できるだけ低め」 (事実上ゼロ%)	時間軸効果 (フォワード・ガイダンス)			
2000/8月							
2001/3月	量的緩和政策	日銀当座預金	ゼロ%程度 で推移	時間軸効果 (フォワード・ガイダンス)			
2006/3月							
2010/10月	包括的な 金融緩和政策	無担保 コールレート (0/N物)	0~0.1% (実質ゼロ金利)	長期国債の買入れ 固定金利オペ 時間軸効果 (フォワード・ガイダンス)	リスク性資産 買入れ (CP、社債、ETF、 J-REIT)	2%の 「物価安定の目標」 (2013/1月導入)	
2013/4月							
2013/4月	量的・質的 金融緩和	マネタリー ベース	ゼロ%程度で推移 ↓ マイナス圏で推移 (2016/1月〜)	大規模な 長期国債買入れ	リスク性資産 買入れ	マイナス金利 (2016/1月導入)	強く明確な コミットメント
2016/9月	長短金利操作付き 量的・質的 金融緩和	長短金利 (短期政策金利 10年物国債金利)	マイナス圏 で推移	イールドカーブ コントロール (10年物国債金利操作)	リスク性資産 買入れ	マイナス金利	オーバーシュート型 コミットメント

【出典：中曾（2017）】

4. 日本の非伝統的な金融政策の経緯

前章では、日本銀行の金融政策を「金融政策の規律の緩み」という視点から整理した。そこではあえて経済情勢に言及を抑え概念的な整理を試みた。だが実際にこうした規律の緩みを招いたのは、経済情勢の変化に伴い、非伝統的な金融政策を変遷させてきた結果である。そこで本章では、経済情勢の変化と政策効果という視点から日本銀行の非伝統的な金融政策を順を追って整理していく。

(1) 非伝統的な金融政策の採用への前史（1990年代）

後知恵を借りれば、バブルがもたらした日本経済へのマクロ的なダメージは次の3つの過剰（excess）に集約される。第一は債務の過剰であり、第二は設備の過剰であり、第三は雇用の過剰である。これらの三つの過剰は、バブル期に異常に増加した借入、設備投資、雇用を示したものであると思われた。しかし後にこのうち相当部分が実は、バブルとは無関係な日本経済の成長屈折、すなわち高成長経済から低成長経済への移行に伴うものであり、日本経済は2003年ころバブルの後始末を終了したもののその後も「デフレ」として、これらの過剰の調整に苦しむことになる。

三つの過剰の調整は「バランスシート調整」というストックの調整として総評できるが、

バランスシート調整の過程でバランスシート調整が極めて複雑で困難なプロセスであることが次第に明らかになる。例えば債務の調整を例にとると、過剰な債務は、過剰な不良債権を生むがこの過剰な債務を一気に調整すれば、経営へのダメージが大きいことから時間をかけて徐々に調整が行われることになる。しかし調整に時間を要すればその間、調整のための下方圧力が働き続け業況不振が続く。経済全体でこうした下方圧力が続けば不景気が続き、さらに新たな不良債権が生まれる。日本経済の不良債権は、当初公表された推定額を、後日大きく上回ることになり、政策当局が意図的に過小評価したと非難された。しかし過小評価の背景には後の調整プロセスで新たな不良債権が生じたという、不良債権のダイナミズムにより生じたという側面もある。

以下ではこうした経済不振に応じて採用されてきた非伝統的な金融政策を逐次的にみていく。

(2) ゼロ金利政策 (1999年2月～2000年8月)

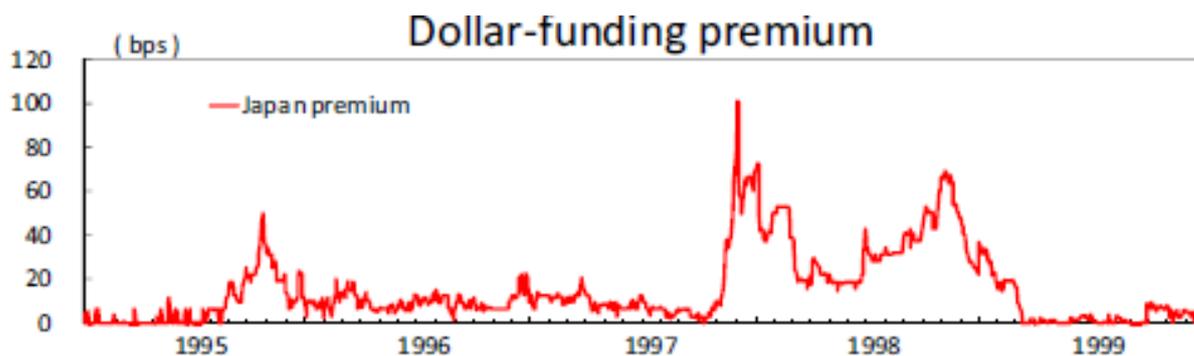
バブル崩壊のもたらした景気後退の中で、日本銀行は金利を連続的に下げ続けた。景気は、バブル崩壊の後遺症に加え、1997年4月の消費税引き上げ(3→5%)による影響を受けたが、1997年、1998年に起こった大型金融機関の破綻に象徴されるように金融システム不安の増大も金融政策上大きな課題になった。日本の金融機関の信用低下は、その外貨調達のコスト上昇を引き起こし、日本の金融機関が海外金融機関からのドル資金に、信用低下によって上乗せられるジャパンプレミアムの拡大として現れた。

強いバランスシート調整圧力が継続する中で、金利を引き下げる金融政策の効果は著しく低下した。日本銀行の公定歩合は1990年に6%から1995年には、通算5年間での連続9回の利下げにより0.5%まで低下した。金融自由化の進展で短期金融市場の機能が強化される中で、1990年代前半日本銀行は政策の重点を規制金利体系の一つであった日銀貸出の金利である公定歩合から、市場の需給で決定される短期市場金利の誘導に変更した。金利の誘導手段はすでに重要性を低下させていた日銀貸出から名実上も公開市場操作に変更されたことになる。1990年代後半には、短期市場金利が政策金利となっていたが、バランスシート調整と金融システム不安の増加の中で、金利の引き下げの景気浮揚効果は著しく減退し1999年9月には、ついに「非伝統的金融政策」の嚆矢たるゼロ金利政策の採用に踏み切る。

ゼロ金利政策は単に金利の低下以上の効果を持つ政策である。ゼロ金利政策とは、短期金融市場のコール市場の金利が平均でゼロになるように日本銀行が資金供給を行うことにコミットしたことを意味する。当時金融システムに信用不安があったとき、信用度の劣る金融機関はコール市場での借り入れにも一定の上乗せ金利(リスクプレミアム)を課せられることになった。しかしコールレートが平均でゼロになるというゼロ金利政策では、信用度の劣る金融機関であってもゼロ金利で資金調達できることが保証された。この効果は強力であった。図表3のように、これまでの金利引き下げでも一向に低下しなかった日本

の金融機関のドル金利調達に課されたジャパンプレミアムは見事に解消した。「量的緩和」に象徴されるように、非伝統的政策は中央銀行による流動性供給を軸に展開されることになるが、ゼロ金利政策も金融危機時などで金融機関側の需要がある限り中央銀行による流動性供給の効果は極めて大きいことが示された。

図表3 ジャパンプレミアムの推移



【出典：日銀】

(3) 量的緩和政策（2001年3月～2006年3月）

米国のITバブルショック（2000年）の影響に伴い日本銀行は再び量的緩和政策として短期市場金利に代わって日銀当座預金残高を政策目標にすることにより、非伝統的な金融政策を採用することになった。この政策は金融機関にゼロ金利で必要な資金を供給するという点ではゼロ金利政策の延長であったが、必要以上の資金を供給しその目標額を引き上げることでアナウンス効果を発揮できるものであった。実際5兆円でスタートした当座預金目標は、アナウンスメント効果を狙って8回変更され、30～35兆円まで引き上げられた。また、外為市場では、ソロスチャートが典型的なようにベースマネーの大きさを為替レートが決定されるとの見方が有力であったため、日銀当座預金の残高の増加によるベースマネーの増加は円安をもたらした。これには、ベースマネーの増加の中で財務省が円安誘導で実施したドル資金の買い介入が不胎化されたという認識が広がったという事情もある。

いずれにしても同時に海外経済の好調と円安による輸出増加により量的緩和の下で日本経済は景気回復を記録し、一方で小泉内閣による竹中プランという公的資金投入による金融再生策の実施もあって念願の金融システム安定が達成され2003年4月にはペイオフが解禁された。1999年のゼロ金利政策の開始以来、日本の金融政策は景気回復と金融システムの安定の双方を目的として大量の流動性供給を行ってきたが、このうち金融システムの安定の目的は一応達成され、金融政策運営上の優先課題ではなくなった。金融危機が解消され金融機関側の流動性需要が後退する中で次第に流動性供給による量的緩和政策の効果も減退することになる。

この時期の円安進展のもとでの景気回復の評価は分かれる。輸出とともに設備投資が増大し景気回復が達成される一方で、円安を前提とした非効率的な投資も増大したと指摘もできる。実際この時期の生産性の伸びは軽度にとどまっている。

(4) 包括的な金融緩和 (2010年10月～2013年4月)

日本銀行はリーマンショックによる景気後退を経て再び「包括的な金融緩和」という非伝統的金融政策を採用した。この政策の特徴は非伝統的な政策としての量的緩和に相当する部分を資産買入基金として設定したことである。また短期金利の誘導目標も 0～0.1%として、プラスののりしろを残した。これはゼロ金利政策、量的緩和時に見られたコール取引の極端な減少が起きないようにコール市場の機能保全に配慮したものである。

資産買入基金は最終的には 100 兆円程度まで増額されたが、包括緩和を実施した白川総裁の政策として特徴づけられるのは、従来の金融政策の範囲を超えた多面的な政策である。まず、リーマンショック後の企業金融の不安に対処しては、包括的な金融緩和実施以前から日本銀行による CP・社債の買い入れを行ったほか、民間債務を日銀のオペ（公開市場操作）の担保とする条件も緩和した。これらは、非伝統的な金融政策で後に「信用緩和」と類型化されるものである。この一方で白川総裁は、日本のデフレ問題の本質は成長力の低下ととらえていた。このため異例ではあるが、金融政策として成長政策を実施した。成長基盤強化支援資金供給として、医療等を含む成長のための必要とされる分野への民間銀行の融資について長期かつ低利のバックファイナンスを行うスキームを実施した。

日本経済のデフレ問題の本質が成長率の低下の問題であるという認識は正しかった。これは、金融政策により、長期的な成長力の低下を背景としたデフレの解消には限界があることを意味していた²⁷。またこの時期、日本の金融システムは一応健全性を取り戻しており、量的緩和による流動性供給の必要性は薄くなった。リーマンショック後の国際金融市場の混乱により外貨の流動性には問題が生じたが、これは中央銀行間のスワップ網の確立により対処された。だがこの時期、世界金融危機の中で欧州銀行危機が併発し、リスク回避から円が買われ急激な円高が生じ日本銀行への金融緩和圧力が強まった。日本銀行は包括緩和による基金の買い入れ額の増額で対応したが、金融機関への流動性供給も兼ねた欧米の量的緩和の増額が大きいことから、基金の増額のタイミングが遅く、しかも少額(too late, too little)との批判を浴びた。

白川総裁時代の政策について、最も評価が難しいのは、リーマンショック後米国が量的緩和に踏み切った時期に、日本銀行もより大規模な量的緩和を採用すれば、円高は抑制されたのではないかという仮説的な論点である。米国の量的緩和の第 1 弾である QE 1 は 2008 年 11 月に採用されたのに対し、日本銀行の包括緩和は約 2 年遅れて採用されること

²⁷ 白川 (2012) は「潜在性著力の緩やかな低下は、将来所得の予想を引き下げ、支出を減少させることによって、緩やかなデフレの大きな原因となっている」と指摘している。

になる。ただ経済への効果という点では中央銀行にはいわゆる量的緩和は、景気回復そのものよりは金融システムの安定性回復に一義的な効果があったという認識があった。一方、米国もQE 1では、当時機能不全に陥っていたモーゲージ債市場の機能回復に力点が置かれており、FRB自身もQE (Quantitative Easing: 量的緩和) という用語は使用せず「大量資産購入 (LSAP: Large Size Asset Purchase)」という用語を使用しバーナンキ議長も政策を「信用緩和 (CE: Credit Easing)」として日本銀行の量的緩和政策との相違を強調した²⁸。当時の日本経済では、金融システム不安の問題は一応解消しており、信用緩和を実施する必要性は小さかった。一方、市場は米国の政策もQEとして「量」に注目し、これは資産市場に大きな影響を与えた。為替への影響を考えれば、米国の政策に合わせて日本銀行は大規模な量的緩和に踏み切るべきとの主張もありうる。だが、内外金利差も為替の決定要因であり、日本の金利がすでにゼロ近傍に張り付き、米国の金利が低下するなかで、量的緩和策で円高がどの程度は正されるのか判断が極めて難しい問題でもあった。

2012年12月に成立した安倍政権は、日本銀行の金融政策に批判的であり、政権復帰以前から日本銀行の金融政策の変更を公約にし、自民党は日銀法改正を示唆するなど日銀に政治的プレッシャーを強めた。このため2013年1月、日本銀行は政府との共同声明として2%のインフレ目標を採用した。

(5) 量的質的緩和政策 (2013年4月～)

2013年4月に始まる量的質的緩和政策は、アベノミクスの目標ともなった2%のインフレ目標をマネタリーベースを2倍にすることで2年間で成し遂げることを宣言し、「異次元緩和」と称される大胆な政策であった²⁹。この政策は、これまでの日本銀行の政策へのアンチテーゼとしての性格が強い。まずデフレについては、経済成長力の問題に言及せずマネタリーベースの拡大のみでインフレが実現できるとした。そのためにはこれまでのデフレ期待を一気に転換するため、人々の予想を覆す大胆な施策が必要として、大規模な金融緩和を一気に実施することで人々の期待に働かせることとした。これは白川総裁時代の日本銀行が、デフレ期待の転換に伴うデフレ脱却は成長力の強化と一体であるとの主張と大きく相違した。またこれまでの量的緩和で基金としていた別勘定を一般勘定と一体化した。これも政策の枠組みを単純化し分かりやすくすることで人々の期待に働きやすくすることを意図していた。驚きをもって迎えられた量的質的緩和は、株価・為替レートなどの資産価格に当初は強い効果を与えた。これは期待の変化が資産価格に強い影響を及ぼすことから当然であった。

量的質的緩和の新規的な点は、期待のコントロールに強く依存した政策である点である。金融の量的拡大は金利の低下が伴わなければ緩和効果は減殺される。量的質的緩和では、

²⁸ Bernanke (2009)

²⁹ 黒田 (2013)

インフレ期待の上昇による実質金利の低下による政策効果を重視する。期待のコントロールはインフレターゲットでも重要な役割を果たしている。量的質的緩和では、異常と思えるほどの量的な拡大をコミットしたが、これは量的拡大としての効果以上に期待をコントロールための決意を示すためのものであった。

量的質的緩和の実行によって、インフレ期待もインフレ率も一旦上向きかけたものの、2%のインフレ目標は6年たっても実現していない。日本銀行はその背景として、2014年4月の消費増税の反動、原油価格の下落をあげている。しかしこれは、量的質的緩和を理論的に支えてきたリフレ派といわれる経済学者達の従来の主張とは矛盾するものだった。リフレ派は、インフレは総需要と総供給の相対関係で決まり、税率や原油価格という個別の価格の動きはインフレ率とは無関係と主張してきた。このため消費税率や原油価格の変化を政策の失敗の要因に挙げることは従来の自らの主張に反している。

マネタリーベースの拡大でインフレを起こすという当初の単純な量的質的緩和は、2014年の10月に資産買い入れ額を増額するという追加措置をとったものの、当初の目標期間である2年間を超えて緩和政策が長期化する中で修正を余儀なくされる。2016年1月にはマネタリーベースの拡大を維持する一方で、当座預金の一部にマイナス金利を付すというマイナス金利政策を採用した。マイナス金利政策は、実質的にはマネタリーベースコントロールという量的目標の操作を止めて、金利操作に復帰することを意味していた。量的質的緩和の長期化が予想される中で、長期国債の買い入れ額が増額すれば、金利は短期金利のみならず長期金利の低下も招く。これは民間銀行の収益に大きなダメージを与えることになった。短期の政策金利がマイナスになっても民間銀行の預金金利をマイナスにすることは難しい。一方民間銀行の貸出金利は長期金利の低下に影響されて低下する。この結果民間銀行の貸出金利と預金金利の差である利ザヤは大幅に圧縮された。金利の低下が行き過ぎイールドカーブがフラット化すると金融緩和の効果が逆に減退する。この問題は「リバーサルレート」³⁰として黒田総裁にも認識された。日本銀行は2017年9月に、短期金利をマイナス1%、長期金利を0%前後にするというイールドカーブ・コントロールに政策変更を行った。これは長短金利の利ザヤを確保することで銀行の経営にプラスに働くことを狙ったものである。

マネタリーベースの拡大目標は、2017年からより柔軟なものになり年間80兆円の増額ペースは弱まっているが、一方では将来景気回復のための手段として、量的目標の拡大方針は維持している。これは、量的目標の拡大によるインフレ期待への働きをルートを引き続き確保し、特に為替相場や株価等の資産価格への影響を意識したものであろう。

日本銀行は金融政策の柔軟性を持たせるため、2018年10月には長期金利の変動幅を大きくする政策変更を行った。これは一般的には海外金利が上昇する中で国内の長期金利の上昇を許容するものとして受けとられている。

³⁰ Brunnermeier&Yann (2018)

これまでの日本銀行の政策のアンチテーゼとして出発した量的質的緩和政策であったが、従来の政策の規律を破る大胆な量的緩和により2%のインフレ目標を達成するという戦略は今のところ成功していない³¹。2%のインフレ目標の達成に目途がつかない中で、日本銀行は永続的に緩和政策を続けていくしかないという「2%目標の罠」に陥っているようにみえる。

ただ成果としてはこれまでの大胆緩和が景気回復や目標には届かないもののインフレの上昇に寄与してきたとも指摘される。もっともこのような成果についてもこの時期、米国を中心とした世界経済の好調によって日本経済の景気が好影響を受けたことの影響が大きく日本銀行の金融政策の効果と峻別することは難しい。リフレ派の学者であり副総裁でもあった岩田（2018）は、インフレ目標の未達成の理由として、消費増税の影響による景気の悪化、原油価格の低下という日本銀行のコントロールのきかない外部要因を挙げたが、一方でこの間の景気回復も、金融政策以外の外部要因の貢献があったことも否定できない。問題は量的質的緩和政策の副作用であろう。後述のように主な副作用としては前述の金融政策の規律の問題を別とすれば、財政規律のゆるみがあげられる。ただ金融政策の規律や財政政策の規律が緩んだとしても日本経済にとって最大の課題である成長力が強化されたのであれば問題は少ない。より重要な問題は金融政策の規律や財政の規律が緩んだとしても、肝心の日本経済の成長力が一向に向上していないことである。

5. 財政政策との関係

（1）財政政策の推移

日本の財政政策は、1970年代前半の高度成長期まで財政赤字が長期化することを許さない均衡財政を維持してきた。その後1970年代後半の福祉国家実現のための社会保障費増大、成長低下に伴う歳入の伸び悩みから、歳入の不足を補うために1975年から連続的に赤字国債が発行された³²。しかしこの時期でも予算当局である大蔵省（現財務省）には長く均衡財政主義という規律が残っていた。また、1971年までの固定相場制の下では、經常赤字が拡大すれば、金融財政政策を引き締めるという政策ルールが存在していた。1998年に新日銀法が改正するまで、日本銀行は政府の強いコントロールの下にあったが、それでも比較的独立に金融政策を決定できたのは、固定相場制のもとで財政均衡主義がとられてい

³¹ 日本銀行は、インフレ目標未達の理由として、原油価格の下落等のほか、インフレ期待が適格的であることをあげているが、日本銀行の研究論文ではすでに以前から日本の期待が適格的あることが指摘されていた（古賀・西崎（2006）、敦賀・武藤（2008））

³² 国債の残高がGDPの2倍以上になっている現状では、認識しにくいだが、日本の財政法は、国債の発行は例外的なものとしている。赤字国債は1965年に法制化され一旦発行されたが、その後発行は控えられ、発行が本格化したのは1975年以降であった。

たことからである³³。

1980年代財政当局は、財政赤字の拡大の下で消費税の導入等の財政再建を模索してきた。しかし1980年代後半のバブル経済の下で財政収支は改善し、1990年代前半には赤字国債の発行を停止させることができた。このことは、着実な財政再建努力より、バブルの様な景気拡大で財政再建を図るという主張を強め、その後の財政再建努力を弱めてしまった。

しかしバブル崩壊のもとで1990年代中盤から不況対策としての財政支出の増加から国債発行も増加し財政赤字は拡大の一途をたどることになった。1997年は日本の金融財政政策にとって画期的な年であった。金融政策面では日銀法が改正され翌年から施行された。一方財政政策面では、消費税が導入され、財政規律を強める財政構造改革法（Fiscal Structure Reform Act）³⁴が成立した。欧州がユーロ加盟条件にマーストリヒト条約で均衡財政を要件とし、英国がブレア内閣のもとでイングランド銀行法の改正とともに財政均衡ルールを設定したように、中央銀行の独立にとって財政均衡は必要条件であり、日本においては、必ずしも日本銀行の独立性のためではなくても同様に財政均衡法案が成立したことは特筆に値する。しかし日本においては、1997年に生じた消費税導入後の景気の落ち込みと金融危機によって財政均衡法案は翌年には停止となり、以降財政均衡法案は成立していない。このため1997年以降、日本の財政赤字はさらに拡大することになった³⁵。

財政再建については、2006年小泉内閣の下で、2011年度までに基礎的財政収支を黒字化される方針が示されたが、その後たびたび先送りされ、2010年には均衡目標を2020年度まで先送り、2018年には2025年度まで先送りすることになった。日本政府は公共事業費の増加を抑制するなど歳出の抑制に努めてきたが、高齢化の進展等による社会保障費の増大により歳出は増加した。しかし2012年の第2次安倍政権は、老朽化した社会インフラの更新などのためなどの名目のもとに財政支出の抑制を緩めた。その後も全世代型社会保障の拡大など支出を増加させている。この政策の変化の背景には、従来の過度に支出抑制に偏重した政策から財政支出の増加で景気拡大を図り、税収が増加することで財政赤字を縮小させることができるとの考え方がある。しかし結果としては、景気回復で税収は増加したものの、経済成長が目標を下回ったため、財政赤字の解消は先送りされている。

（2）金融政策との関係

バブル崩壊の1989年当時の一般会計予算の規模は約60兆円であったが、2019年には100兆円まで増加している。この結果財政赤字もこの30年間、約10兆円から約40兆円に拡大、国債発行額も約6兆円から一時は約50兆円まで拡大した。この結果公債残高も、約200兆円から約900兆円まで増大している。しかし政府にとって、国債発行の費用である利払い

³³ 米沢（2016）は、財務官僚が財政均衡・再建に強い意欲を持ってきていることを論じている。

³⁴ 財政構造改革法では、1997年にGDP比5.4%あった財政赤字を2003年までに3%以下にし、赤字国債の発行をゼロとすることなどを謳っていた。

³⁵ この間の経緯と、海外との比較は杉本（2011）に詳しい。

費は30年前には10兆円であったものが、現在は約9兆円にとどまっている。このように国債の発行残高が増えたのに利払い費が増加しなかったのは、国債金利が低下したためである。国債金利は、この30年間に約6%から約1%に低下した。金利の大幅な低下が利払い費を増加させなかった最大の要因である。

これは金融政策では必ずしも意図したものではないだろうが、大幅な金融緩和による金利の低下が公債発行の増加を許したという側面がある。逆に金利の引き上げは、財政赤字の拡大を招くだけに中央銀行は金利の引き上げに慎重にならざるを得ない。このように財政の状況が金融政策に強い影響を与えることは財政支配 (fiscal dominance) とされる。また、中央銀行が人為的に低位に長期金利を保つ政策は金融抑制 (financial repression)³⁶ とされる。金融抑制はかつては、経済成長のための投資促進の文脈で論じられたが、最近は財政コストの低減の文脈で論じられる。現在の日本の状況は財政支配、金融抑制の状態である。後述のように、ゼロ金利制約の下では金融政策は財政政策と一体として運営されなくてはならない。こうした状況で中央銀行がいかにリーダーシップをとっていくかが課題になる。

6. 中央銀行の独立性との関係³⁷

(1) 独立性の罍

日本銀行の非伝統的な金融政策については、2013年の量的質的緩和政策採用まで不必要に保守的であったと批判されている。Cargill, Hutchinson and Ito(1998)は、日本銀行は「独立性の罍」にはまっていると指摘した。Orphanides (2018) は、仮に日本銀行が当初から2%のインフレ目標を設定していればより積極的な緩和政策がとられたであろうと指摘する³⁸。また、1998年の日銀法では、日本銀行が損失を出した時の政府による損失補填の事

³⁶ 「金融抑制」は、元来は開発経済学において、人為的な低金利政策によって、民間投資を促進する政策を指していたが、最近では、低金利政策によって国債残高の金利負担という財政コストを低下させる財政政策面の方策としても議論されてきている。河野 (2013) は、量的質的緩和政策による金融抑制の側面に注目し、金融抑制による財政部門への資金流入が資源配分上の歪みを生んでおり、本来重要な成長力を向上させることに貢献していないと批判している (金融抑制の財政面に与える影響を国際的に論じたものとしては Reinhart (2013) など参照)

³⁷ 中央銀行の独立性は、1990年代後半に、日本のほか、英国、欧州等で中央銀行法の新設・改訂によって法制的にも強化された。もっとも当時の議論は主にインフレ抑制を目的とした金融政策の独立性を念頭に置いたものであり、また英国のように、金融安定化策は中央銀行から分離されたことから、中央銀行は金融政策運営の単目的の機関として純化され、「金融政策の独立性＝中央銀行の独立性」となった。その後、特に金融危機以降、経済情勢がデフレ的になったこと、量的緩和など非伝統的な金融政策がとられたこと、マクロプルーデンス政策などの金融安定化策が委任(再委任)されたことなど、中央銀行を取り巻く環境は大きく変化した。Takahashi(2019)は新たな環境の下での中央銀行の独立性について議論を試みている。

³⁸ 木村、藤原、原、平形、渡邊 (2007) は、日本銀行の大型計量モデル (JEM) を使って、インフレの慣

項が削除されたことが、日本銀行が大量の国債購入を躊躇させた可能性を指摘する。

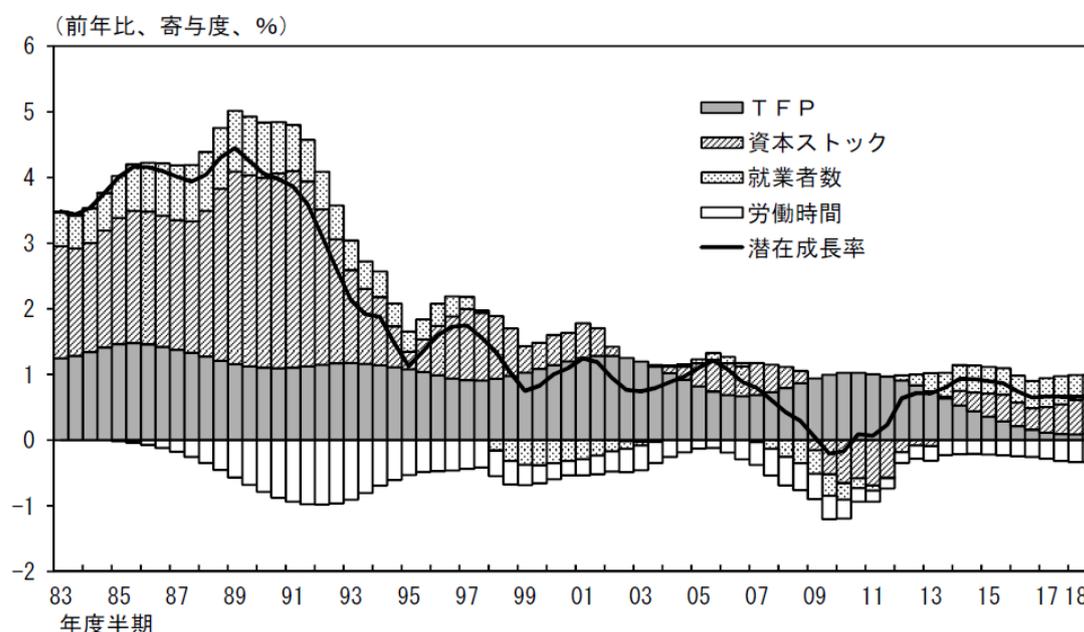
だが、これらの指摘は仮に日本銀行が20年前から、現在の量的質的緩和のような政策を実施していれば、2%のインフレ目標を達成していたであろうことを前提にしている。しかし過去20年間、とりわけ量的質的緩和の6年間の経験が示唆するのは、持続的な経済成長が見通せず成長期待が低下する経済では企業は、賃金の上昇や製品価格の値上げに慎重であり、期待インフレやインフレの上昇は難しいということである。直感的に言えば経済成長率が低下し、売り上げの増加が見込めない状態では企業は値上げには慎重になる。

そこで日本の潜在成長率の推移をみると、過去30年間潜在成長力は継続的に下落してきた(図表4)。アベノミクスにより量的質的緩和が始まった過去6年間においても、潜在成長率は1%以下にとどまっている。アベノミクスは、経済成長率で名目成長率が3%、実質成長率が2%との前提の下で、財政再建計画を練ってきたが、インフレ目標の2%も含めていずれの目標も達成できていない。

アベノミクスを支えたリフレ派、インフレは貨幣的現象としてマネタリーベースを拡大すれば2%インフレは実現すると予言したが、これは潜在成長率を無視した議論であった。日本経済において、デフレ脱却が遅れているのは、日本銀行の金融政策が過度の保守的であったというよりは、潜在成長力の上昇に失敗した結果というのが妥当であろう。

性を考慮すれば、90年代前半からより積極的な金融政策を採用していればインフレ率や成長率をある程度下支えができたとの結論を得ている。もっとも、その効果は限定的であり、1990年代の長期停滞という全体像を変えることはできなかつただろうとしている。

図表4 潜在成長力の推移



(注) 1. 需給ギャップおよび潜在成長率は、日本銀行調査統計局の試算値。
 2. 短観加重平均D I（全産業全規模）は、生産・営業用設備判断D Iと雇用人員判断D Iを資本・労働分配率で加重平均して算出。なお、短観の2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。
 3. 2018年度下半期は、2018/4Qの値。
 (出所) 内閣府、日本銀行、総務省、厚生労働省、経済産業省

【出典：日銀】

(2) 積極的な独立性³⁹

³⁹ 経済学では、中央銀行の独立性について金融政策の運営手段(短期金利などの操作目標)を自主的に操作できるかという「手段の独立性」と、中央銀行自身が金融政策の目標(例えばインフレーション・ターゲットの目標数値)をいかに自主的に決定できるかという「目標の独立性」とを峻別して、独立した中央銀行といえども、民主主義社会においては完全に政治からのコントロールから免れることは適当でなく、金融政策の目標については政治が関与して決定すべきというのが多数説となっている(Debelle and Fischer (1994))。本章で対象とする政治からの圧力の問題は「政治的な独立性 (PI: political independence)」とされ、一般には概ね「目標の独立性」に符合するとされているが、政治的な圧力で運営手段にも影響を与えるため「手段の独立性」にも関連する。経済学では、「政治的独立性」についても指数化するなどの研究がおこなわれている。Balls, Howat and Stansbury (2018) では先行研究に沿ってPIを紹介しているが、先行研究では、「政治的独立性」を、①総裁等の役員、政策委員の政府による任命、②役員、政策委員の任期(5年以上か)、③金融政策を決定する委員会への政府委員の出席、④政府と意見が相違したときの調整などに注目して指数化している。この結果、日本のほか、英国も最も政治的な独立性の低い中央銀行として類型化されている。筆者は、こうした要因のほか、政治的独立性を測る要因としては、前述のように、財政政策からの独立が重要と考える。もっとも、筆者はこうした制度面に着目し指数化する研究には一定

現在の中央銀行は、政府のなかで独立した存在とされる。独立した権力は互いにチェック&バランスの緊張関係を持つ。これが統治機構内に独立した権力を置く立憲的な権力分立 (separation of powers) の姿である⁴⁰。現在、中央銀行の役員人事は政府が任命権をもち、政府は予算等の認可権を持つことから、金融政策については独立的な決定が保証されていても全般的に政治的な対立を忌避する傾向になりがちである。また議会は中央銀行法の改正の権限を担う。このため中央銀行は議会との対立も忌避しがちである。現在の安倍内閣は議会での絶対的な多数をもつ政府である。前述のように2012年から2013年にかけて、与党である自民党が日銀法の改正も示唆しながら政治的な圧力をかけてきたことは記憶に新しい。このような政治状況は英国と対照的である。イングランド銀行法の改正を推進したブラウン氏(財務相→首相)によれば、1997年のイングランド銀行法の改正において労働党は、総選挙に中央銀行制度を政争の具としないとした。また、2007～9年の金融危機においても政権は当時のイングランド銀行の対応に不満を持ったが、独立性を尊重し一切公言しなかったと述べている⁴¹。

前章までは、経済情勢の変化の過程で日本銀行の非伝統的な金融政策が変化し金融政策の規律が弛緩されてきたことを述べてきたが、日本銀行の政策の変化には政治的な圧力が強まってきた結果という側面も大きい。1998年に独立した中央銀行として再出発した日本銀行は、伝統的な金融政策の規律を緩める一方で、独立性を消極化させてきた。2013年1月には、インフレターゲットを1→2%に引き上げたが、これは政治的な圧力のもとで目標設定に政治の関与を受容した結果と報じられている⁴²。前述のように、2%という目標が、経済の潜在的な実力からは過度な目標設定であれば、インフレターゲットの持つ規律は機

の限界があると考えている。極端なことを言えば、法律(中央銀行法)も議会の立法によって変更しうる。結局、こうした制度的な枠組みも、実際にどのように運営されるかという運用の実態がより重要となる。中央銀行が独立性を確保するためには、政治が中央銀行の独立性を尊重することが必要であり、こうした実際の事情は先行研究の様な制度のみに着目した指数では十分には反映されていない。

⁴⁰ 著者はこれまで、立憲的な立場から中央銀行の独立性の重要性を議論してきた(高橋(2013)、片桐等(2016))。中央銀行の金融政策には「パーティの途中でパンチボールを下げる」との比喩にみられるように、あえて不人気な政策を行う非民主主義的な性格がある。憲法は、民主主義と同時に、民主主義によっても侵害しえない基本的人権を擁護するための自由主義(立憲主義)を基本的な原理としているが、中央銀行の独立性はこの自由主義に根拠をもつものである。憲法13条の幸福追求権は、典型的な基本的人権であるが、中央銀行の使命は、市場経済の円滑な運営によって自由な経済活動を保証することであろう。中央銀行はこの使命達成のために積極的に独立性を発揮すべきと考える。

⁴¹ イングランド銀行の独立性20周年記念コンファランスにおけるブラウン(Gordon Brown)氏の発言(Bank of England<2017>)。なお労働党は、2015年当時からイングランド銀行への独立性付与を検討していたが、これは中長期的な経済の安定のためであり、政治的な問題ではないと述べている。

⁴² 2013年1月にインフレ目標を引き上げた際の、政府と日本銀行の間のやりとりは政府日銀の公式記録では確認できないが、当時の関係者へのインタビューなどを丹念に積み重ねた軽部(2018)などで報じられている。説明責任(Accountability)の観点からは、こうした経緯も政府日銀からも公式な記録としてできるだけ明らかにされることが望まれる。

能せず、歯止めない緩和を招く事態も想定されてしまう。日本の事例は経済学界が支持する中央銀行の独立性を「目標の独立性」と「手段の独立性」に峻別し、「目標の独立性」は政治に委ねるべきとの主張に反例を投げかけているように思える。

政治との対立を避ける中央銀行の独立性を「消極的な独立性」と称すれば、消極的な独立性においては、中央銀行は自らの責任である金融政策以外には積極的な発言を控える。しかしこれは、立憲的な権力分立のなかで中央銀行に期待される姿ではないだろう。

金融政策を担う中央銀行が独立する理由としては、政府と違う非政治的立場から、中長期的かつ専門的な視点から政策を企画していくことができるとの理由がある⁴³。また特に現在のゼロ金利の状況では、金融政策と財政政策が一体になって、政策効果が発揮されるという事情がある。このような状況で中長期的な視点から政策を考えていくのが中央銀行の使命である。無論、財政政策自体は政府の所管であるから、金融政策と財政政策の協調は中央銀行の意見表明にとどまるかもしれない。同様な状況にある英国ではかつてブレア内閣でイングランド銀行の独立を実現した Balls 等⁴⁴が、イングランド銀行が財政状況に関して財務大臣あてに定期的に公開書簡を出す提案をしているが、傾聴に値する⁴⁵。

過去 20 年間日本銀行は日本経済の抱える中長期的な問題に発言を控えてきたわけではない。例えば白川総裁は、日本経済の抱えるデフレ問題の本質的な背景が潜在成長率の低下にあることをたびたび指摘してきた。ただこのような主張は、日本銀行の金融政策が消極的であることの弁解として受け取られ政治やリフレ派といわれる学者から攻撃された。日本銀行が、独立した中央銀行として本来の任務を果たすためには、政府に対しても対等な関係で積極的に発言すべきという立憲的な独立性の意味が理解される必要がある。立憲的

⁴³ 日本銀行の第 24 代(1979~84 年)、前川春雄総裁は経済社会における日本銀行の役割について、福澤諭吉が本来は学者のあるべき姿として以下のように記した奴雁を参照にした。

「奴雁とは群雁野に在て餌を啄むとき、其内に必ず一羽は首を揚げて四方の様子を窺ひ、不意の難に番をする者あり、之を奴雁と云ふ。学者も亦斯の如し。」(明治 7 (1874) 年 6 月、『民間雑誌』第三編に寄せた論説「人の説を咎む可らざるの論」(『福澤諭吉全集』第 19 卷 512~5 頁))

これこそ必要とあれば社会に埋没せず、必要とあれば警鐘を与える中央銀行のあるべき姿を表している。

⁴⁴ Balls, Howat and Stansbury (2018) では、ゼロ金利制約の下では金融政策は財政政策との協調が必要になるとの認識のもと、中央銀行の独立性を維持するためには、中央銀行のイニシアティブで金融政策と財政政策の協調の枠組みが描かれること、仮に財政政策が計画からずれた時には、中央銀行側から、マクロ政策的に望ましい是正策を示した公開書簡を送ること、財政当局はそれに対し合理的な理由があればそれを公開書簡で返答することを提言している。

⁴⁵ 公開書簡制度については、ブラウン(元財務相・首相)は、金融安定政策についても、中央銀行と政府との協調として、両者のオーバーラップよりはアンダーラップが起きないためにも、公開書簡制度を導入することを提案している。一方、金融危機時に、積極策に転じた財政政策をイングランド銀行が批判したことは内容として誤った批判であり、中央銀行が責任を待たない領域に対してコメントすることは、独立性を脅かすものとして批判している(Bank of England<2017>)。ポールズは、ゼロ金利下では金融財政政策は一体化せざるを得ないことから、中央銀行と政府との協調として公開書簡を提案しているが、1997 年に共にイングランド銀行の独立性を推進したブラウンとは見解が相違することになる。

な枠組みの中では、政治側も日本銀行とは建設的で対等な緊張関係にあり、批判を受けても当然であることを理解すべきであろう。日本銀行の独立性は政府と対等な立場で発言するという「積極的な独立性」として発揮され定着することが望ましい。

7. 結びにかえて

過去 30 年間バブル崩壊以降の経済不振に苦しむ日本経済においては、日本銀行は世界に先駆けて非伝統的な金融政策を行ってきたが、経済の最大の問題とされたデフレの克服に時間を要してきたことから、金融政策の責任を問う声が大きい。しかし過去 20 年間の経験が示唆するのは、金融政策の効果には限界があり、中長期的な成長力の回復なしには問題は解決できないということであろう。将来のリスクを高めかねない金融政策や財政政策の規律の弛緩を実施してきたにも関わらず経済の実力ともいえる潜在成長力が一向に高まらない現実を踏まえれば現在の政策はコストや潜在的なリスクの割には成果が乏しいといってもいい。現在の政策を客観的に評価し見直すことが重要であるし、意欲的な経済目標が弊害を累増しかねない現状を踏まえれば、目標をより現実的なものに見直すことも必要であろう。

過去 20 年、日本に欠けていたのはむしろ中長期的な構想力ではないか。そして本来は中長期的な政策立案力を持つ日本銀行の能力を十分活かしきれていないように思う。

日本政府は過去 20 年、規制緩和を中心に成長戦略を練ってきたが、その成果はミクロレベルにとどまっており潜在成長力の十分な嵩上げには寄与できていない。

成長戦略としてはむしろ近隣アジア諸国との経済統合を積極的に進めていくべきであったろう。日本経済は、2010 年に GDP の規模で中国に抜かれ、現在中国の GDP は日本の約 2 倍半まで拡大している。また一人当たり GDP についても、シンガポール、香港に抜かれ現在シンガポール、香港は日本を約 60%、約 40% 上回っている。現在比較的高い成長を遂げている国々には、周辺地域との経済統合を進めている国が多い。日本経済はこうしたアジアの成長力をうまくとり込めていない。

経済統合は、域内の水平分業を進める中で企業間の競争を促進し日本経済の生産性を向上させる。実際日本企業のなかでも成長を遂げている企業は、航空業など国際的な競争にさらされている企業である。

日本経済にとって重要なのは、生産性の向上による潜在成長力の上昇である。最近ではそのために労働市場改革に焦点が当てられることも多いが、労度市場改革自体が自己目的化しても進展は難しく、競争にさらされる中で改革を進めることが現実的のように思える。

金融政策の効果が向上するの、財政再建が進むのもこの潜在成長力の上昇が前提となる。日本銀行の本来の力が発揮されるもこうした問題に対処する中長期的な政策の立案である。

参考文献

(日本語文献)

- 池尾和人、「連続講義・デフレと経済政策 アベノミクスの経済分析」日経BP社 2013年
- 石垣健一・三木谷良一、「中央銀行の独立性」東洋経済新報社 1998年
- 伊藤正直、小池良司、鎮目雅人、「1980年代における金融政策運営について：アーカイブ資料等からみた日本銀行の認識を中心に」『金融研究』第34巻第2号、日本銀行金融研究所、2015年4月（英訳：Itoh, Masanao, Koike, Ryoji and Shizume, Masato. "Bank of Japan's Monetary Policy in the 1980s: A View Perceived from Archived and Other Materials." *Bank of Japan Monetary and Economic Studies, Institute for Monetary and Economic Studies* 33 2015 (pages 97-199).
- 伊藤正直、大貫摩里、森田泰子、「1990年代における金融政策運営について：アーカイブ資料等からみた日本銀行の認識を中心に」『金融研究』第38巻第2号、日本銀行金融研究所、2018年4月
- 井上哲也、「異次元緩和一黒田日銀の戦略を読み解く」日本経済新聞出版社 2013年
- 岩田一政、「デフレとの闘い」日本経済新聞出版社 2017年
- 岩田一政・左三川郁子・日本経済研究センター 「マイナス金利政策—3次元金融緩和の効果と限界」日本経済新聞出版社 2016年
- 岩田一政・左三川郁子 「金融正常化へのジレンマ」日本経済新聞出版社 2018年
- 岩村充、「金融政策に未来はあるか」岩波書店 2018年
- 岩田規久男、「昭和恐慌の研究」東洋経済新報社 2004年
- 岩田規久男、「日銀日記—五年間のデフレとの戦い」筑摩書房 2018年
- 植田和男、「ゼロ金利との闘い—日銀の金融政策を総括する」日本経済新聞出版社 2005年
- 上田晃三、「インフレーション・ターゲットイングの変貌：ニュージーランド、カナダ、英国、スウェーデンの経験」『金融研究』第28巻第3号、日本銀行金融研究所、2009年10月
- 鶴飼博史、「量的緩和政策の効果：実証研究のサーベイ」『金融研究』第25巻第3号、日本銀行金融研究所、2006年10月
- 翁邦雄、白塚重典、「資産価格変動、構造調整と持続的経済成長：わが国の1980年代後半以降の経験」『金融研究』第23巻第4号、日本銀行金融研究所、2004年12月
- 翁邦雄、白川方明、白塚重典、「資産価格バブルと金融政策：1980年代後半の日本の経験とその教訓」『金融研究』第19巻第4号、日本銀行金融研究所、2000年12月
- 翁邦雄、「ポスト・マネタリズムの金融政策」日本経済新聞出版社 2011年
- 翁邦雄、「金融政策のフロンティア：国際的潮流と非伝統的政策」日本評論社 2013年
- 翁邦雄、「経済の大転換と日本銀行」岩波書店 2015年
- 片桐直人、高橋亘、長谷部恭男、川岸令和、駒村圭吾、宍戸常寿、「中央銀行論：座談会（連

載／日本国憲法研究 第18回)『論究ジュリスト』2016年／冬号、2016年2月
加藤涼、敦賀貴之、「銀行理論と金融危機」『金融研究』第31巻第4号、日本銀行金融研究所、2012年10月
上川龍之進、「日本銀行と政治—金融政策決定の軌跡」中央公論社 2014年
上林裕 編、「日米の対外不均衡問題と経済構造 日本銀行調査月報収録論文集」日本信用調査株式会社出版部、1990年
川本卓司、「日本経済の技術進歩率計測の試み：「修正ソロー残差」は失われた10年について何を語るか」第23巻第4号、日本銀行金融研究所、2004年12月
軽部謙介、「官僚たちのアベノミクス—異形の経済政策はいかに作られたか」岩波書店 2018年
木内登英、「異次元緩和の真実」日本経済新聞出版社 2017年
木内登英、「金融政策の全論点」東洋経済新報社 2018年
木下智博、「金融危機と対峙する「最後の貸し手」中央銀行」勁草書房 2018年
木村武、藤原一平、原尚子、平形尚久、渡邊真一郎、「バブル崩壊後の日本の金融政策：不確実性下の望ましい政策運営を巡って」『金融研究』第26巻第2号、日本銀行金融研究所、2007年4月
鯨岡仁、「日銀と政治」朝日新聞出版 2017年
黒田祥子、山本勲、「名目賃金の下方硬直性を巡る論点と政策含意：わが国の1990年代の経験を中心に」『金融研究』第24巻第4号、日本銀行金融研究所、2005年12月
香西泰、伊藤修、有岡律子「バブル期の金融政策とその反省」『金融研究』第19巻第4号、日本銀行金融研究所、2000年12月
河野龍太郎、「金融抑圧政策は始まったのか：『異次元緩和』のもう一つの意味」『月刊 資本市場』、No.334、資本市場研究会、2013年
古賀麻衣子、西崎健司、「物価・賃金フィリップス曲線の推計：粘着価格・賃金モデル」『金融研究』第25巻第3号、日本銀行金融研究所、2006年10月
小林慶一郎、「財政破綻後—危機のシナリオ分析」日本経済新聞出版社 2018年
小峰隆夫、「日本経済の記録」第1～3巻 佐伯印刷 2011年
小峰隆夫、「平成の経済」日本経済新聞出版社 2018年
斉藤将士、福永一郎、「資産価格と金融政策：動学的一般均衡モデルによる分析と展望」『金融研究』第27巻第2号、日本銀行金融研究所、2008年4月
佐藤幸治、「日本国憲法と『法の支配』」有斐閣 2002年
佐藤幸治、「現代国家と人権」有斐閣 2008年
塩野宏（監修）日本銀行金融研究所「公法的観点からみた中央銀行についての研究会」編、「日本銀行の法的性格」弘文堂 2001年
白川方明、「人口動態の変化とマクロ経済パフォーマンス」『金融研究』第31巻第4号、日本銀行金融研究所、2012年10月

白川方明、「中央銀行—セントラルバンカーの経験した 39 年」東洋経済新報社 2018 年

白塚重典、「わが国の量的緩和政策の経験:中央銀行バランスシートの規模と構成を巡る再検証」ディスカッションペーパーシリーズ (日本語版) 2009-J-22、日本銀行金融研究所、2009 年 (英訳 Shiratsuka, Shigenori, “Size and Composition of the Central Bank Balance Sheet : Revisiting Japan's Experience of the Quantitative Easing Policy”, *Bank of Japan Monetary and Economic Studies, Institute for Monetary and Economic Studies* 28 2010 (pages 79-105).)

白塚重典、「中央銀行の政策運営におけるマクロプルーデンスの視点」『金融研究』あ第 3 号、日本銀行金融研究所、2011 年 8 月

白塚重典、田口博雄、森成城「日本におけるバブル崩壊後の調整に対する政策対応—中間報告—」『金融研究』第 19 巻第 4 号、日本銀行金融研究所、2000 年 12 月

須田美矢子、「リスクとの闘い 日銀政策委員会の 10 年を振り返る」日本経済新聞出版社 2014 年

杉本和行、「財政と法的規律—財政規律の確保に関する法的枠組みと財政運営—」、『フィナンシャル・レビュー』第 103 号、財務省財務総合政策研究所、2011 年 1 月

高橋亘、「中央銀行制度の政治経済的分析 (試論) : 歴史的視点と憲法論的視点」ディスカッションペーパーシリーズ DP2013-J02、神戸大学経済経営研究所、2013 年 3 月

竹田陽介・矢嶋康次、「非伝統的金融政策の経済分析」日本経済新聞出版社 2013 年

館龍一郎・小宮隆太郎、「経済政策の理論」勁草書房 1964 年

田中隆之、「「失われた十五年」と金融政策—日銀は何を行い何を行わったのか」日本経済新聞出版社 2008 年

田中隆之、「現代日本経済—バブルとポスト・バブルの軌跡」日本評論社 2002 年

敦賀貴之、武藤一郎、「ニューケインジアン・フィリップス曲線に関する実証研究の動向について」『金融研究』第 27 巻第 2 号、日本銀行金融研究所、2008 年 4 月

中村康治、八木智之、「財政状況と長期金利」『金融研究』第 36 巻第 4 号、日本銀行金融研究所、2017 年 10 月

早川英男、「金融政策の「誤解」——“壮大な実験”の成果と限界」慶應義塾大学出版会 2016 年

原田泰・片岡剛士・吉松崇、「アベノミクスは進化する」中央経済社 2016 年

藤木裕、「金融市場と中央銀行」東洋経済新報社 1998 年

馬場直彦、「金融市場の価格機能と金融政策:ゼロ金利下における日本の経験」『金融研究』第 25 巻第 4 号、日本銀行金融研究所、2006 年 12 月

宮尾龍蔵、「日本の設備投資行動:1990 年代以降の不確実性の役割」『金融研究』第 28 巻第 1 号、日本銀行金融研究所、2009 年 3 月

宮尾龍蔵、「非伝統的金融政策—政策当事者としての視点」有斐閣 2016 年

武藤一郎、「適応的学習と金融政策」『金融研究』第 27 巻第 4 号、日本銀行金融研究所、2008

年 12 月

村松岐夫・奥野正寛、「平成バブルの研究（上）（下）」東洋経済新報社 2002 年

吉川洋、「デフレーションー“日本の慢性病”の全貌を解明する」日本経済新聞出版社 2013 年

吉川洋、「人口と日本経済」中央公論社 2016 年

米沢潤一、「日本財政を斬る」蒼天社出版 2016 年

（英文文献）

Balls, E, J Howat and A Stansbury ,“Central Bank Independence Revisited: After the Financial Crisis, What Should a Model Central Bank Look Like?”, Harvard Kennedy School Mossavar-Rahmani Centre for Business and Government Associate Working Paper No. 67. 2018

Bank of England, “Independence – 20 years on”, at Home Page of Bank of England 2017

Bernanke, Ben S., "Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis?" in Bernanke, B.,S.,Mikitani, R. and Posen, A. S., *Japan's financial crisis and its parallels to U.S. experience* , 2000, Institute for International Economics 2000 (pages 149-166)（邦訳 三木谷良一・アダム・S・ポーゼン、「日本の金融危機ー米国の経験と日本への教訓」東洋経済

Ben S. Bernanke, "The crisis and the policy response: a speech at the Stamp Lecture“, London School of Economics 2009

Bernanke, Ben S. "The Mayekawa Lecture: Some Reflections on Japanese Monetary Policy." *Bank of Japan Monetary and Economic Studies, Institute for Monetary and Economic Studies* 35 2017(pages 23-38)

Brunnermeier, Markus, Koby, Yann, “The Reversal Interest Rate” NBER Working Paper Series ; No. 25406. 2018.

Cargill, Thomas F., Michael M. Hutchinson and Takatoshi Ito, “The Political Economy of Japanese Monetary Policy." *Asia Pacific Business Review*. 5, no. 2 1998 pp 241-42.

Debelle, G., Fisher, S., ”How Independence Should a Central Bank Be?”, Working Papers in Applied Economic Theory 1994

HM Treasury (Edited by Ed Balls and Joe Grice) “Reforming Britain’s Economic and Financial Policy – Towards Greater Economic Stability” Palgrave MacMillan 2002

HM Treasury (Edited by Ed Balls, Joe Grice and Gus O’Donnell)“Microeconomics Reform in Britain – Delivering Opportunities for All” Palgrave MacMillan 2004

Hattori, Masazumi, Shin, Hyun Song and Takahashi, Wataru. “*A Financial System Perspective on Japan's Experience in the Late 1980s* “ IMES Discussion Paper Series ; 2009-E-19. Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2009.

- Hicks, John “A Market Theory of Money” Oxford University Press 1989 (邦訳「貨幣と市場経済」花輪俊哉・小川英治訳 東洋経済新報社 1993年)
- Kuroda, Haruhiko “Overcoming Deflation: The Bank of Japan's Challenge” the Bank of Japan 2013 (邦訳 黒田東彦「デフレ克服 -我々の挑戦」日本銀行 2013年)
- Kuroda, Haruhiko “Toward Overcoming Deflation” the Bank of Japan 2014 (邦訳 黒田東彦 「デフレ脱却に向けて」日本銀行 2014)
- Kuroda, Haruhiko “Japan's Economy: Responding to Cautious Views” the Bank of Japan, 2014 (邦訳 黒田東彦「日本経済：慎重論に答える」日本銀行 2014)
- Kuroda, Haruhiko “Moving Forward: Japan's Economy under Quantitative and Qualitative Monetary Easing” the Bank of Japan 2015 (邦訳 黒田東彦 「日本経済の変貌と量的・質的金融緩和」日本銀行 2015)
- Laffont, Jean-Jacques “Incentives and Political Economy” Oxford University Press 2000
- Itō, Takatoshi, and Mishkin, Frederic S. “Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem”, Cambridge MA: National Bureau of Economic Research, 2004
- Nakaso Hiroshi “Monetary Policy and Structural Reforms” the Bank of Japan 2016 (邦訳 中曾宏「金融政策と構造改革」日本銀行 2016)
- Nakaso, Hiroshi “Evolving Monetary Policy: The Bank of Japan's Experience” the Bank of Japan 2017 (邦訳 中曾宏「進化する金融政策：日本銀行の経験」日本銀行 2017)
- Orphanides, Athanasios. "The Boundaries of Central Bank Independence: Lessons from Unconventional Times." *Bank of Japan Monetary and Economic Studies* 36 2018 pp 35-56
- Reinhart, C.M. “The return of financial repression”, Banque de France, Financial Stability Review, No.16, 2012, pp37-48
- Rogoff, K. “The optimal degree of commitment to an intermediate.” *Quarterly Journal of Economics*, 100, pp. 1169-1189, 1985
- Shirakawa, Masaaki “Opening Speech by Masaaki Shirakawa, Governor of the Bank of Japan” the Bank of Japan 2008 (邦訳 「日本銀行金融研究所主催 2008年国際コンファランスにおける白川総裁開会挨拶」日本銀行 2008)
- Shirakawa, Masaaki “Way Out of Economic and Financial Crisis: Lessons and Policy Actions” the Bank of Japan 2009 (邦訳「経済・金融危機からの脱却：教訓と政策対応」日本銀行 2009年)
- Shirakawa, Masaaki “Uniqueness or Similarity?-- Japan's Post-Bubble Experience in Monetary Policy Studies –” the Bank of Japan 2010 (邦訳 白川方明「特殊性か類似性か？」日本銀行 2010年)
- Shirakawa, Masaaki “Central Banking: Before, During, and After the Crisis” the Bank of Japan 2012a (邦訳 白川方明 「セントラル・バンキング —危機前、危機の渦中、危機後—」日本銀行 2012年)

Shirakawa, Masaaki “Society, Economy and the Central Bank” the Bank of Japan “ the Bank of Japan 2012b (邦訳 白川方明 「社会、経済、中央銀行」日本銀行 2012年)

Shirakawa, Masaaki “The Importance of Fiscal Sustainability: Preconditions for Stability in the Financial System and in Prices” the Bank of Japan 2012c (邦訳 白川方明「財政の持続可能性の重要性 — 金融システムと物価の安定の前提条件 —」日本銀行 2012年)

Shirakawa, Masaaki “Demographic Changes and Macroeconomic Performance: Japanese Experiences” *Bank of Japan Monetary and Economic Studies* 30 2012 d (pages 19-38) (白川方明「人口動態の変化とマクロ経済パフォーマンス：日本の経験から」『金融研究』第31巻第4号、日本銀行金融研究所、2012年)

Takahashi, Wataru “Japanese Monetary Policy: Experience from the Lost Decades” *INTERNATIONAL JOURNAL OF BUSINESS*, 18(4), pages 1083-4346

Takahashi, Wataru “The Japanese Financial Sector: From high growth to lost decades: Economic transitions from the perspective of market economy orientation” in Walter, A., & Zhang, Xiaoke. (ed) *East Asian Capitalism: Diversity, Change and Continuity*, Oxford University Press Chapter10 pages 201-222, 2012

Takahashi Wataru “Central Bank Independence under Changing Environment” mimeo 2019

Taylor, John, *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*, Hoover Institution Press Publication, 2009 (邦訳「脱線FRB」日経BP社、2009年)

Tucker, Paul., *Unelected Power: The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State*, Princeton University Press, 2018