

## 【Reference Review 52-1号の研究動向・全分野から】

## 異例の金融政策を検証する

経済学部助教授 寺本益英

日銀は2006年3月9日の金融政策決定会合において量的緩和政策の解除を決定し、7月14日にはゼロ金利の解除に踏み切った。日本経済は戦後どの先進国も体験したことのない異常事態を脱出し、ようやくデフレの出口に立つことができたのである。本稿では『ESP』2006年3月号の座談会記録「金融政策のあり方を考える」（参加者は加藤出、中原伸之、伊藤隆敏、大守隆の4氏）、福田慎一「オーソドックスな金融政策と非伝統的な金融政策」、林伴子「ポスト量的緩和の枠組みとしてのインフレ・ターゲティング」を手がかりに「失われた時代」の金融政策を検証するとともに、今後の課題を明らかにしたい。

最初に福田論文の要領よくまとめられた年表を基礎に、1999年2月以降の金融政策を顧みておこう。

日銀がゼロ金利政策をはじめて導入したのは1999年2月12日のことである。1990年代末の景気は、「過去最悪」、「土砂降り」と表現され、金融システム不安を背景とした信用収縮が進行し、デフレギャップも解消されていない極めて深刻な状態であった。そこで日銀は金融政策の操作目標とする無担保コール翌日物金利を当初0.15%前後とし、その後も潤沢な資金供給を継続する金融緩和措置をとって、景気の下支えに乗り出したのである。その結果、3月はじめにはコール金利が0.04%まで低下し、実際に「ゼロ金利」が実現した。

それから1年半が経過し、設備投資に改善の兆しがみられ、個人消費を支える雇用・所得環境が好転してきたことから、日銀は「デフレ懸念の払拭が展望できる状態になった」として、ゼロ金利解除の道を模索するようになった。ところが政府内には景気や株価の先行きに対する懸念が根強く、時期尚早という反対論が大勢を占めていた。景気の認識に対する両者の溝は最後まで埋まらず、2000年8月11日に行われた金融政策決定会合に出席した政府代表は、決定の先送りを求める「議決延期請求権」を行使する異例事態となった。結局「議決延期請求権」は否決され、日銀は政府の強い反対を押し切って引締めに転じたのである。この際、無担保コール翌日物金利の誘導目標が0.25%に引き上げられた。

座談会では当時の両者の対立をめぐり、「中央銀行のあり方」が議論されている。日銀審議委員であった中原氏はゼロ金利解除に反対し、意見の食い違いを1ヶ月かけて調整すべく議決延期請求に賛成したとのことである。そして政治からの独立性を重視しつつも、両者は十分な調整が必要であることを強調している。また加藤氏は、中央銀行の目標は原則政府が決めるべきであると主張するが、その際、選挙を意識したバイアスがかからないよう留意すべきだと説いている。さらに伊藤氏は、「中央銀行は手段について独立性を持つべきであり、目標については合意を持つことが重要」と述べている。いずれにしても、政府と日銀は連携を緊密にして政策効果を高めてゆく責務を負っていることを忘れてはならない。

日銀が2000年8月のゼロ金利解除が失敗であったことを認識したのは、2001年2月のことであった。9日の金融政策決定会合では、公定歩合が0.5%から0.35%に引き下げられた。さらに注目すべきは、ロンバート型貸出制度を新設したことである。これは日銀が金融機関の申し出に応じ、その金融機関が日銀に差し入れた担保の範囲内で資金を貸し出す制度である。短期市場金利が急上昇した場合でも、公定歩合以上にならないようにして、調達金利の理論的上限を定めたわけである。この制度は、経営

体力の低下した金融機関に緊急時の資金調達の道を開くという効果を持った。さらに28日には無担保コール翌日物金利を0.25%から0.15%に引き下げ、公定歩合も0.35%から0.25%に引き下げた。1ヶ月に2度目の緩和措置に踏み切ったのは、株価が1万3,000円台を割り込み、景気の下振れリスクが一段と高まったからであった。

2001年3月19日、日銀は量的緩和政策の導入を決定する。これは金融政策の操作目標を「金利」すなわち無担保コール翌日物金利から、日銀当座預金残高という「資金量」に変更する思い切った措置であった。これによって市場には金融機関が必要とする額を大幅に上回る資金が供給され、借り手はほとんどコストゼロで資金調達ができるようになったのである。なお当座預金残高は当初5兆円程度から出発したが、徐々に引き上げられ、2004年1月以降は、30~35兆円程度になるようコントロールされた。

量的緩和政策の意義と効果に関し加藤氏は、「インターバンクに流動性を供給し、インターバンクの信用収縮を食い止めることが、銀行の貸し剥がしを防いだり、資金繰りのために保有債券を売却することを防止し、デフレを食い止めることにつながった」と述べている。他方中原氏は「金融システム不安対策も含めて経済全体が底割れするのを防ぎ、自然治癒のための時間を稼ぐことが最大の目的だった」との見解を示している。

この中原氏の意見にも通じるが、量的緩和政策の重要な特徴として、インフレ率が安定的にゼロ%以上になるまで継続する「時間軸政策」を導入した点が指摘できる。そして「時間軸政策」は2003年10月10日の金融政策決定会合において一段と明確にされた。すなわち量的緩和策の解除の条件として、①全国消費者物価指数（CPI）の前年比上昇率が数か月以上、安定的にゼロ%以上になる、②CPIが先行きマイナスになる恐れがなく、政策委員の多くがゼロ%を超える見通しを持っている、③経済・物価情勢への影響を総合的に判断する の3条件を提示したのである。

福田論文によれば「時間軸政策」は、ゼロ金利および潤沢な資金供給がしばらく続くという安心感を金融機関に与え、金融機関の流動性不安を和らげた点、さらに将来の短期金利の予測値に働きかけることにより、現在の中長期金利を低下させることに成功したと論じられている。

最後に気がかりなのは、量的緩和政策、ゼロ金利政策解除後の経済見通しと政策運営の方針である。中原氏は、緊縮財政と金融緩和の組み合わせを主張する。輸出の減速から景気が腰折れする可能性を指摘し、量的緩和は当面継続すべきであると説いている。これは福田論文で述べられているクルーグマンの主張とほぼ同じである。すなわち「時間軸政策」を一層大胆に解釈し、「デフレ懸念が払拭しても当面はゼロ金利を継続する」、「量的緩和政策をCPIの前年比上昇率が前年比で安定的にゼロ%以上になっても当面継続する」ことを公約するものである。しかしこのようなダメ押し的な緩和政策に対し福田氏は、過大なインフレが発生するリスクを懸念し、加藤氏は資産バブルを引き起こしかねないと危惧している。

金融政策の運営に関しては、「ルール」か「裁量」かが問題になる。簡潔にいうと「ルール」とは将来どのような政策をとるか事前に約束しておくスタイル、一方「裁量」とはそのときどきの経済情勢に応じて政策を決定するというものである。日銀の政策は1999年のゼロ金利移行前は「裁量」で行われていたが、上記の量的緩和策解除の3条件などは「ルール」の色彩が強い。林論文は「ルール」を支持するもので、今後の政策運営の枠組みとして達成可能性の高いインフレ・ターゲットの導入を主張する。そのメリットとして、①物価安定を具体的な数値で定義することにより、金融政策の方向性について市場に的確なシグナルを送ることができる、②インフレ目標が市場の信認が得られれば、市場の期待インフレ率を安定化する効果もあることを挙げ、これは日銀と市場のコミュニケーション

を円滑にして金融政策の独立性の確保に結びつくことを強調している。

確かに最近の実証研究では、「裁量」による政策運営よりも「ルール」に基づく方が効果的であることが解明されつつある。しかし「ルール」を採用するにしても、物価指数として消費者物価指数を使用するか、企業物価指数を用いるか、あるいはGDPデフレーターを利用するのが好ましいのかといった問題は残し、GDPギャップの推計方法にも諸説がある。様々なマクロ指標に気を配りながら、総合的な判断のもとに「ルール」を適用する姿勢が要請されている。

## 【Reference Review 52- 2号の研究動向・全分野から】

産業研究所教授 小西砂千夫

### 小泉改革を振り返って

御厨貴「小泉以前と小泉以後」『日経研月報』（2006年5月号）は、世論を権力基盤に置いた小泉政権は派閥の機能を変化させ、政治の質を急激に変えたと指摘している。小泉首相をさして「この人は基本的なところでものを知ろうと致しません。小泉さんは戦略的に余り多くのことを知ってはいけな

いと考えています」と述べ、歴代政権との違う特徴をそのように表現している。そうした改革の反動として、タブーがなくなったことで、パンドラの箱が空いてしまったこと、国家観の欠如下上で改革だけが進んだことの後遺症という問題もある。小泉改革はニヒリズムの改革であり、「破壊の改革が今後もずっと続いていくとすれば、ちょっとみな足踏みせざるを得ないという感覚が出始めるのだと思います」と、今後の改革についてもコメントしている。

『東洋経済統計月報』2006年6月号は、「「小さな政府」めざし行革に邁進」という特集を組み、小泉内閣における改革課題の整理を行い、関係統計を示している。

### 自由貿易協定について

自由貿易協定（FTA）に関する論文も多い。『ファイナンシャル・レビュー』2006年4月号には、浦田秀次郎「日本のFTA戦略」や、深川由紀子「日韓自由貿易協定（FTA）交渉再出発への課題」などの論文が掲載されている。浦田論文は、日本が経済力を高めていくためには、特定の国との間で貿易を自由化するFTAが重要であると指摘する。日本にとって東アジア色を中心にしたFTAへの関心が高まっている反面で、農業分野などからの国内の反対の声が多いことが障害になっているものの、長期的な利益という観点ではFTAの推進は不可欠であるとしている。深川論文は、韓国が対日貿易不均衡への伝統的懸念を払拭できなかったことや北朝鮮問題によって日韓間の乖離が拡大したことで、日韓のFTAはいったん交渉が膠着状態に陥った。しかし、それを立て直す必要は多く、そのための課題を示している。

### 地方公共団体への監査の課題

夕張市の財政破たん問題は、結局のところ、夕張市の行っていた不適切な財政処理が明るみにならなかったことで、必要以上に負債額が累積し、債券に向けての課題が重くなったことによる。会計操作がなければ、もっと早い時点で再生手続きに入っており、再建へのめどは立ちやすかったことは明らかである。そうした事件の再発防止のためには、地方公共団体の監査のあり方を見直して、決算統