

# 日本銀行の政策転換

——金利目標から量的目標へ——

木村二郎

## はじめに

2001年3月19日の金融政策決定会合において、日本銀行は自らの歴史上初めて従来の金利目標方式から量的目標方式への政策転換を行った。本稿では、日本銀行金融政策決定会合の議事要旨<sup>1)</sup>などの日本銀行関係資料と新聞報道を中心に検討して、この政策転換にいたる論議の経過と論点を明らかにしたい。そして、2001年7月時点で見えた、政策の効果とリスクを整理する。

## 第1節 量的目標政策の導入

まず、2001年3月19日に公表された「金融市場調節方式の変更と一段の金融緩和措置について」を参照して、新しい量的目標政策の基本的内容を確認しておこう。日本銀行は2001年3月19日の政策決定会合において、金融市場調節の操作目標を変更した。「金融市場調節に当たり、主たる操作目標を、これまでの無担保コールレート（オーバーナイト物）から、日本銀行当座預金残高に変更する。この結果、無担保コールレート（オーバーナイト物）の変動は、日本銀行による潤沢な資金供給と補完貸付制度による金利上限のもとで、市場に委ねられることになる」<sup>2)</sup>。「当面、日本銀行当座預金残高を、5兆

1) 以下、単に「議事要旨」と記す。

2) 「金融市場調節方式の変更と一段の金融緩和措置について」日本銀行ホームページ、2001年3月19日。下線は引用者。以下同様。

キーワード：量的目標，ゼロ金利政策，量的緩和，時間軸効果，インフレーション・ターゲティング

円程度に増額する(最近の残高4兆円強から1兆円程度積み増し)。この結果、無担保コールレート(オーバーナイト物)は、これまでの誘導目標である0.15%からさらに大きく低下し、通常はゼロ%近辺で推移するものと予想される」<sup>3)</sup>。「日本銀行当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、現在、月4千億円ペースで行っている長期国債の買い入れを増額する。ただし、日本銀行が保有する長期国債の残高(支配玉<現先売買を調整した実質保有分>ベース)は、銀行券発行残高を上限とする」<sup>4)</sup>。そして、実施期間の目処を決める政策解除の判断基準として消費者物価を採用した。「新しい金融市場調節方式は、消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで、継続することとする」<sup>5)</sup>。

「上記措置は、日本銀行として、物価が継続的に下落することを防止し、持続的な経済成長のための基盤を整備する観点から、断固たる決意を持って実施に踏み切るものである」<sup>6)</sup>。「今回の措置が持つ金融緩和効果が十分に発揮され、そのことを通じて日本経済の持続的な成長軌道への復帰が実現されるためには、不良債権問題の解決を始め、金融システム面や経済・産業面での構造改革の進展が不可欠の条件である」<sup>7)</sup>。

以上が、今回の新しい金融緩和措置の基本的な内容である。次に、今回の措置の内容と目的などについて、2001年7月25日の藤原作弥日本銀行副総裁講演(外国特派員協会)「日本経済の課題と金融政策」を参考にして、整理してみよう。

同氏は、今回の緩和措置が長短の金利を低下させる効果を発揮していることを指摘した上で、同時に、緩和措置の限界として次の点を指摘している。

「『札割れ』という事実は、日本銀行のオペによる資金供給には、金融機関の需要を超えていくらでも供給量を増やせるわけではないという、技術的な限

---

3) 同上。

4) 同上。

5) 同上。

6) 同上。

7) 同上。

界があることも示しています」。[日本銀行による積極的な資金供給を受けて、過去5年の間に、民間の金融機関が保有する日本銀行当座預金は、年率12.3%で増加しました。また、日本銀行当座預金に銀行券を足し合わせたマネタリーベースも、年率7.9%という高い伸びとなりました。このような日本銀行によるきわめて潤沢な資金供給にもかかわらず、民間金融機関の貸出は年率-0.4%の減少となり、マネーサプライも年率3.3%の伸びに止まりました]。[日本銀行は金融市場に対し潤沢に資金を供給し、金利を事実上ゼロというほぼ極限まで引き下げても、それだけでは経済活動が持ち上がっていかないという、日本経済の現実を示しています]。同氏は、今日の日本経済がケインズの「流動性の罠」に近い状況にあり、金融政策の有効性が低下していることを認めている。この困難な状況であるからこそ、中央銀行としてそれを打開する努力が重要であるという使命感を強く持って、同氏は次のように今回の政策変更を説明する。「しかし、日本経済が『流動性の罠』にかなり近い状況であるとはいっても、先行き厳しい景気悪化が予想されるときに、中央銀行として手を拱いていることはできません。3月の思い切った金融緩和措置は、正にそのような考え方をもとに踏み切ったものです」。

いわゆる構造改革と今回の緩和措置との関係について、同氏は、「構造改革を最大限サポート」すると位置づけている。「第1に、現在の金融緩和策は、構造改革の短期的なデフレ圧力も含め、先行きの景気情勢のかなりの悪化も想定して採用に踏み切ったものです。……私自身、グローバルな情報通信分野の調整という循環要因とわが国の構造調整要因が重なる中で、先行き、日本経済が相当厳しい状況になっていくことを予想せざるを得ませんでした。こうした認識のもとで、フォワード・ルッキングな観点から、先行きの経済の悪化に先回りして、思いきった金融緩和を行う必要を、強く感じたということです」。「第2に、……仮に構造改革によって短期的にデフレ圧力が強まる場合も、現在の政策は、時間軸効果を通じて緩和効果が強まるという『自動調節機能』を持っています」。「第3に、構造改革の過程では、不良債権処理などに伴って、金融市場や企業金融の分野で、流動性への不安が高まると

いった可能性も考えられないわけではありません。この点、……『ロンバート型貸出制度』は、流動性不安という心理的な躊躇を解消することを通じて、構造改革を後押しする効果を持っています」。「第4に、構造改革の進展とともに、将来の日本経済に対する企業や家計のコンフィデンスが強まり、将来に向けた前向きの経済活動が起こってくれば、現在の政策は、そうした動きを大きくサポートすることになります」。

中央銀行の責任について、同氏は次のように述べた。「ゼロ金利政策にしても、3月の思いきった金融緩和措置にしても、日本銀行は十分に革新的な姿勢で臨んでいると思います。しかし同時に、金融政策の当事者としては、『極端な政策であって効果が不確実であっても、やらないよりはマシ』といった、乱暴な割り切りはできません」。

以上の講演は、今回の量的目標への政策転換（緩和措置）の特徴と日本銀行の立場を明快に解説している。ただし、金利目標から量的目標への転換の理論的根拠については、明確な回答はないといわざるを得ない。なぜなら、ここでいわれている緩和措置の効果は全て金利目標でも可能なものばかりであるからである。

## 第2節 政策転換への論議

金融政策決定会合議事要旨をベースに、論議の内容を検討しよう。まず、当座預金増額の「経済効果」についての金融政策決定会合議事要旨（2001年3月19日）の論議から見てみよう。

「金融市場調節の操作目標をめぐる議論」の項目で、「従来の金利から新たに当座預金残高などの量的指標に変更すべきか、或いは、引き続き金利ターゲティングの枠内で最大限の効果を求める（ゼロ金利政策に復帰する）べきかについて、様々な観点から議論が行われた」とされている。そして、量的目標導入を主張する複数の委員の見解が紹介されている。その主張のポイントは、ゼロ金利政策の効果プラス「量の効果」であり、後者は不確実性を持つが、大きな副作用がない限り、チャレンジすべきであるというものである。

「量的指標として当座預金残高を操作目標とし、その量を十分に増やせば、(1)オーバーナイト金利は事実上ゼロ%近辺になって、ゼロ金利政策と同様の効果を期待できることに加え、(2)不確実な面が残るにしても、量自体による追加的緩和効果も期待できる」。「当座預金増額そのものの持つ経済効果については、不確かな面はある一方で否定もできないことは事実であり、現下の情勢を考えると、著しい弊害がない限りにおいて試みるべき、との意見が複数の委員から出された」。

これに対して、金利目標の継続を主張する論者からは次のような反論があった。「複数の委員が、思い切った緩和策としては、金利ターゲティングの枠内でオーバーナイト金利をゼロ%にしたうえで時間軸効果を導入することの方が素直な方法で、理論的にも分かり易いとの認識を示した」。「ゼロ金利政策と比べて、当座預金残高を操作目標として実質的にゼロ金利を実現することで追加的に得られる効果は、(1)量自体が追加的緩和効果をもたらすという不確かなルートと、(2)長期国債買い切りオペが直接需給に影響して何らかの影響を持つというルートしかない」。「量自体が何らかの好ましい効果を持つか否かについては、理論的には効果がほとんど無いというのが標準的な見方であるとしたうえで、実証分析では、やり方次第で、いずれの結論も出せる」。

「量で約束しても必ずしも金利はゼロにならない可能性があるので、ゼロ金利で約束した方がコミットメント効果は強い」。

また、「量の効果」を認めつつも、歯止めなき緩和要求の危険性を念頭に置いて、金融政策の限界を明確にすべきという指摘もあった。「量自体の持つ追加的緩和効果については、期待への影響といった効果は否定できないものの、その効果が明らかでない中で、対外的に更なる緩和の余地があるといったイリュージョンを与えることは望ましくなく、金融政策には限界があることを明確にすべき、との意見」である。

そして、次のような形で合意形成が図られることになった。「操作目標としての量と金利を巡る長所、短所を議論する中で、当座預金残高を操作目標としたうえで、そのレベルを実質的にゼロ金利を実現できる程度（ゼロ金利政

策の経験からみて5兆円程度)まで増額すれば、市場メカニズムをある程度活かしつつゼロ金利政策の持つ効果の実現できる、という形で合意の余地があるのではないかと、という理解が次第に共有されていった。ただし、当座預金残高という量そのものの持つ効果や、今後の当座預金残高の増額による追加緩和の可能性については、今後とも検討を続けていく」。

このような妥協案に論議が収束しつつあるとき、次のような論理矛盾の指摘があった。「量によって期待インフレ率に働きかける効果の実現してしまうと長期金利は上昇してしまい、そういう意味からは金利政策と量的緩和はモメンタムの方向性が違っており、論理矛盾の面がある」。これに対して、「コールレートの実質ゼロ金利を実現する程度の量的緩和であれば、そうした矛盾は問題にならないかもしれない、との見方が示された」。このやりとりが、端的に示すように、大きな問題が出ない程度の量的緩和に第1歩を踏み出そうというのが、今回の政策転換なのであろう。

次に、量的緩和とは別の次元の問題であるが、政策実施上重要であるので、時間軸をめぐる議論も検討しよう。「どのような緩和政策を打ち出すにせよ、(1)その継続期間に関するコミットメントを明確に行うことで、いわゆる『時間軸効果』を狙うことが必要である点、および(2)ゼロ金利政策下において採用された『デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢となるまで』という表現よりも明確なコミットメントが望ましい点、において、概ね認識が一致した」。基準となる消費者物価指数の具体的なレベルの示し方について意見が出る中で、次の提案がコンセンサスを得ていった。すなわち、「どの程度のプラスが望ましいかについては引き続き検討課題であるとしても、『安定的にゼロ%以上となる』といった表現で若干のプラス (small but positive) というニュアンスを出すのが適当」という提案である。

さらに、「消費者物価指数の具体的なレベルを考える際には、将来の政策解除のタイミングが早すぎたり、逆に遅すぎたりしないか、という観点が重要である」。「テイラー・ルールの考え方を援用し、今後景気が回復した場合には、インフレ率がゼロ%を少し上回るところで解除すれば早すぎることには

ならないとの結果が得られるが、逆にインフレ率がゼロ%に戻らずに解除出来なくなるリスクは心配する必要がある」。これに対して、「そうした情勢だからこそ、日本銀行として物価上昇率がマイナスを続けることは望ましくないという判断を明確に出し、人々の期待に働きかけて物価上昇率を引き上げる効果を狙うべき」である。そして、「こうしたコミットメントは、『中長期的に望ましいインフレ率を目標として定め、それと先行きのインフレ率の乖離が生じると予想される時に政策変更を行うという意味でのインフレーション・ターゲティングとは異なる』という点で認識が一致した」。

次に、長期国債買い切りオペを巡る議論の中で、次のような問題点と留意点などが指摘された。「これ以上の金利の低下自体に大きな効果は期待できない中で、金利誘導水準に関する時間軸のコミットメントを補強して、人々の期待により強く働きかけるためには、長期国債買い切りオペの増額を行うことが有効ではないか」。これに対して、「複数の委員の間で、長期国債買い切りオペの増額は、やり方次第では大きな副作用を伴うものであり、そうした増額が国債の買い支えや財政ファイナンスを目的とするものではないことについて、誤解をされないことが重要である、との認識が共有された。こうした中で、当座預金残高を操作目標とする場合、札割れというかたちで円滑な資金供給に限界が生じる可能性があることから、あくまでも、そうした事態への対策として長期国債買い切りオペの増額を位置づけるべきとの意見が出され、多くの委員がこれを支持した。「この場合でも、景気低迷が長引いた場合に、長期国債買い切りオペの増額を求める声が強くなるリスクがあることを複数の委員が指摘した。こうした事態に備える意味で、長期国債買い切りオペで成長通貨を供給するという従来からの方針を維持したうえで、これまでの銀行券のフローではなく、発行残高を上限とする歯止めを設けるべきとの方針で、概ね認識が一致した」。この論点は財政規律のゆるみやハイパーインフレにつながりかねない問題をはらむために慎重な意見も出たが、量的目標への転換の必然的な帰結として、長期国債の買い切りオペの増額が問題の組上に上り、今後その増額要求がエスカレートする可能性がある。

かくて、採決が行われた。「以上のような議論を踏まえ、会合では、(1)金融市場調節方式を変更して、日本銀行当座預金残高を主たる操作目標とする、(2)そうした方式を消費者物価指数の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで続けることをコミットする、(3)所要資金を供給するために必要な場合には、長期国債の買い切りオペを増額する、(4)ただし、長期国債の保有額について銀行券発行残高という明確な上限を設ける、(5)当面の当座預金残高の目標は5兆円程度とする、という方針が適当である、との考え方が大勢となった」。これをとりまとめた議長案として、「金融市場調節方式の変更に関する議案」と「金融市場調節方針の決定に関する議案」が採決された。採決の結果は、いずれの議案も賛成8、反対1で可決された。反対はいずれも篠塚委員で、その理由は次の通りである。「篠塚委員は、これまで日本銀行では量的指標と実体経済の関係が安定的でないとして量的ターゲットの政策には一貫して反対であった中で、今回の変更について十分議論が尽くされていないことを理由に、上記二つの採決において反対した」。

以上の採決に先立ち、次の二つの議案が提出された。「篠塚委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について『無担保コールレート（オーバーナイト物）を平均的にみて0.15%以下で推移するように促す』と共に、この措置を『消費者物価指数（除く生鮮）の前年同期比が安定的にゼロ%以上になるまでの間継続』し、その際に『金融市場調節の一層の機動性を確保する観点から、長期国債の買い入れ金額を現在の月4千億円程度から、当面は月8千億円程度とする』との議案が出された」。最後の長期国債買い切りオペの増額を除けば、この篠塚案が従来の日本銀行の政策との連続性がある見解であると思われる。

さらに、「中原委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、『中期的な物価安定目標として2002年10～12月平均のCPI（除く生鮮）の前年同月比が0.5～2.0%となることを企図して、次回決定会合までの当座預金残高を平残ベースで7兆円程度にまで引き上げ、その後も継続的に増額していくことにより、2001年7～9月期のマネタリーベース（平残）が



前年同月比で15%程度に上昇するよう量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、それに対応して十分な資金供給を行う』との議案が提出された」。従来、審議委員の中で最も早い時期から、量的目標およびインフレーション・ターゲティングを主張してきた中原委員の提案は、ある意味では政策の行方を先取りしている可能性がある。

いずれの議案も、反対多数（賛成1，反対8）で否決された。

以上の当日の議事要旨から読みとれることは、篠塚委員が指摘するように、十分に論議が尽くされずに金利目標から量的目標への政策転換が決定されたことである。同委員は、後日新聞のインタビューでも、改めてこの点を指摘している。「金融市場調節の対象を『金利』から日銀当座預金残高という『量』に変えた三月の政策変更について、『量的緩和の効果を十分に議論しないで決めてしまった』と政策変更のあいまいさを指摘した」<sup>8)</sup>。従来の基本的立場を踏襲するならば、大枠において、篠塚委員の提案が妥当なものであるように思われる。日本銀行当座預金残高5兆円という水準は、前回のゼロ金利政策時とほぼ同水準であり、大きな弊害はないという判断から、妥協的に政策転換が行われた模様である。この決定に対して、日銀外部からの、量的緩和政策などの採用を迫る要求の高まりが、全く影響しなかったとは言いきれないように思われる。それでは、次に、総裁・審議委員の記者会見や講演などに示された今回の政策変更の説明を検討し、政策変更の根拠がどのように示されたのかを明らかにする。そのうえで2001年7月現在時点に立ち、量的目標政策の効果と危険性を次に検討する。

### 第3節 政策転換の根拠

以下、植田和男審議委員と速水優日本銀行総裁の説明を検討して、政策転

---

8) 『日本経済新聞』2001年5月11日。

換の理論的根拠が明確に示されておらず、日本銀行外部の追加緩和要求の圧力と貨幣数量説（量の効果）の幻想により強く影響を受けた決定であったのではないかという疑念を提示する。

「青森県金融経済懇談会における植田審議委員基調説明要旨」（2001年4月18日）から、植田氏の説明を検討してみよう。最大の特徴は、「今回の措置は昨年8月まで採用されていたいわゆるゼロ金利政策を一段と強化したものと類似の措置だという解釈が可能である」としている点である。ゼロ金利を実現するのに十分な日本銀行当座預金残高5兆円をより強化された時間軸の下で供給するのであるから、類似性は明らかであるというのである。逆に、量的緩和の形をとらずに、「単にゼロ金利+時間軸」という政策を提示しても、類似性が確認できるという。第一に、この組み合わせが「短期金利を引き下げのための量の拡大という面を持っている」し、第二に、将来の金融緩和のコミットメントも持つ。第三に、「今回の措置における国債買いオペ増額の位置づけは金融調節技術上の必要性ということだが、より一般論として買いオペの効果を整理」して見ると、「もっとも標準的な長期金利決定理論は、 $\text{長期金利} = \text{将来の短期金利の予想値の平均}$ 、というものである。買いオペは左辺に働きかける政策と考えられる。これに対して、ゼロ金利+時間軸は右辺に強い影響を与える。つまり、左辺にも影響する。従って、直接長国買いオペを多用しなくても、ゼロ金利+時間軸によってほぼ同じ効果を作り出せるのである。このように、今回の『量的緩和策』で狙った主要な効果は、ゼロ金利+時間軸の政策でも実現可能だったわけである」。

それでは、なぜ政策転換を行ったのであるか。氏の答は次の通りである。「一つの答は、複線的な解釈を可能とすることによって、より広い層にアピールし、それによって、政策効果を高めようという狙いがあったからということになる」。ゼロ金利政策が既に量的緩和の側面を持っていたにもかかわらず、そのことが理解されないまま、量的緩和を導入すべきであるという日銀批判が横行したことを踏まえて、今回は量的緩和の側面がよく分かるような形で提起したというのであろう。ただし、「完全に同じコインの表裏とは言い

切れない側面もある」として、将来、量的緩和では流動性需要が急増するような場合には金利が上に振れる可能性があるのに対して、ゼロ金利政策では基本的にそれはない。また、長期債のリスクプレミアムに影響できれば、量的緩和に追加的効果が生じうる。

このように、植田氏の場合には、少なくとも今回の政策転換は、基本的には実質的に類似の政策の看板を書き換えて、貨幣数量説の立場からの批判にも答えられるように手直ししたものという解釈であるといえよう。

次に、速水総裁について、「政策委員会議長記者会見要旨（3月19日）」を材料に検討しよう。

「今回の決定は、ゼロ金利政策の事実上の復帰ではないか」という質問に対して、操作目標を量に変更した結果、「金利の方は市場に任せることになり、ゼロ近辺に固定しようとするゼロ金利政策とは性格が異なっている。しかし、これを実行していけば、恐らく金利はゼロ近辺に行くだろうと思っている」。

「量的緩和の一種というふうにお考え頂いても良いと思う」。

「昨年8月のゼロ金利解除の」タイミングが適切であったのかどうか、という質問に対して、ゼロ金利の解除は市場に冷静に受け止められたし、株価は「8月いっぱいには上昇していった」。「長期金利も安定して推移した」。現実には日本経済の回復テンポが鈍化し始めたのは、「昨年末以降であり、……年内はわが国経済のモメンタムは維持されていた」。「昨年末以降、景気回復テンポが鈍化した最大の要因は、なんといっても内外の予想を上回る米国経済の急激な落ち込み」であった。「日本銀行は、そうした景気情勢の変化に対応して、相次いで金融緩和措置を講じてきたわけであるが、その時々材料に基づいて、最も適切な対応を機動的・弾力的に行っていくということは、中央銀行としての当然の責務であると思う」。したがって、ゼロ金利政策解除は失敗であったとは考えていない。

量的目標の採用の先例として、ボルカー米連銀議長の例を挙げているが、量的目標が共通しているだけで「インフレ退治」という「逆のケース」であったのであるから、今回の措置を正当化する上では殆ど意味がない。また、

量的目標が金利目標よりも優れているとする点の指摘は誤解混じりで要領を得ず、説得力をもたないように思われる。「ゼロ金利だったら、それ以上出すということは出来ないが、今度のやり方で行けば、これは必要だという時にはもっと金が出せる。……良い者には安い金利で貸す、そうでない者には金利を高くしていくという市場機能を残していきながら、……調節してもらおうということが、今回の変化である」。

「今回こういう措置をとって、どういう波及効果を想定しているのか」という質問にも、まともには答えていない。すなわち、「いくら金を出しても実体経済は民間主導で動き出さないと駄目だということである」。「構造改革が今まさに必要なんだということが、政府は勿論のこと、国民の隅々まで行き渡りつつある」。「こういう情勢変化の下で、私どもが必要と思われる資金を出して行くというのは、タイミングとしては間違っていないと思う」。

インフレーション・ターゲティングや国債引受などへ政策変更が進んでいく可能性についての質問に対して、次のように答えている。「いわゆるインフレーション・ターゲティングとは異なるものであるが、物価が継続的に下落することを防ぐ、それから持続的な経済成長のための基盤を整備する、こういった決意、意思を示したものである」。「長期国債の引受などは絶対にするつもりはない。これは、法律でも認められていない。国債価格の買い支えとか、財政ファイナンスを目的として長期国債の買い切りオペを増額するというようなことも考えていない」。未達（札割れ）が「ないように、所要の資金供給を円滑に実施する上で必要と判断される場合に、買いオペを増やしていくということである」。銀行券の発行残高を上限にするという歯止めも設けている。

今回の措置をとるに当たって景気判断が変わったかという質問に対して、「リスク要因が顕現化し」、緩やかな景気回復という「標準シナリオを想定することが難しくなった」ことが、「今回の措置の理由で」あり、景気判断は「多少変わったと言えるかもしれない」。政治的圧力との関係について、「今回の措置は、政府のプレッシャーがあってやったわけではない」と、独自判断を

強調している。今の状況は99年2月のゼロ金利政策採用時の（デフレスパイラルに陥るような）危機に匹敵する危機であると判断しているかという質問に対して、当時とは違った意味で危機であると答えている。すなわち、構造改革ができない限り、「日本経済は今の状態が続いてしまうという懸念があるわけで」、「それを金融サイドからできるだけサポートしていこうという判断で、今回の措置を決めた」。

全体を通してみて、政策転換の必然性を明確に示す説明はどこにも述べられていない。ただ、根拠は明確ではないが、今回の措置がゼロ金利政策よりも一段と優れた緩和策であるとの認識が総裁の発言から読みとれるように思われる。流動性が不足しそうな場合には、現に行われたように、ゼロ金利政策のもとでも一層潤沢な資金供給が行われることは可能なのであるから、総裁発言に現実的根拠はなく、総裁は漠然とした貨幣数量説（量の効果）に対する期待（幻想）にとらわれているのではないであろうか。さもないならば、日本銀行外部からの批判に答えるには、ゼロ金利政策への額面通りの復帰よりは、量的目標への転換の方が有利という政治判断が、従来の政策姿勢の一貫性維持に対して優先されたのかもしれない。

#### 第4節 量的目標政策の効果とリスク

##### (1) 効果

「前回会合以降の市場の動きをみると、短期金融市場では、ターム物金利が一段と低下し、概ねゼロ金利政策時のレベルを下回る水準となっている。これは、3月19日に決定した金融緩和策の『時間軸効果』が、ゼロ金利政策以上に強力であることを反映していると考えられる」<sup>9)</sup>。「ひとりの委員は、3月の緩和策の決定後、短期金融市場でターム物金利が低下し、多くの金利がゼロ金利政策時の水準を下回っていることを指摘した。そのうえで、こうした姿は、(a)ゼロ金利政策と比べても、明確なコミットメントを持つ現在の金

9) 議事要旨（2001年4月25日）。

融緩和策がより強力なものであること、(b)さらなる金利低下の余地はもう殆どないという観点からは、金融緩和がほぼ限界まで進んでいること、を示していると述べた<sup>10)</sup>。これは、ゼロ金利政策時の「時間軸効果」よりも今回の「時間軸効果」が強力であるということであって、量的目標がゼロ金利目標よりも強力であることを意味しない。

リスクテイク促進が見られるとともに、金融機関の貸出姿勢には変化が見られないことが指摘されている。「今回の政策による各種金利の低下を受けて、個人が、株式投信、社債、地方債等への購買意欲を高めているほか、機関投資家も、低格付債や外債への投資を積極化し、債券投資のデュレーションの長期化を図るなど、リスクテイクが促進されている<sup>11)</sup>。「貸出姿勢など金融機関行動の面では、複数の委員が、これまでのところ大きな変化はない、との見方を示した。このうち、ひとりの委員は、金融機関の信用リスクに対する警戒感は根強く、企業側も過剰債務の返済を優先しているため、マネタリーベースの伸びが、貸出やマネーサプライの伸びにはなかなかつながらない、と指摘した<sup>12)</sup>。新聞報道でも「お金の空回り」が起こっているとされている。「日銀が三月十九日に金融の量的緩和措置を決めてから三カ月が経過した。潤沢な資金供給で日銀当座預金残高は着実に増えているが、銀行貸し出しの増加には結び付いていない。……追加緩和観測が広がるなか、金融政策の実効性に首をかしげる市場参加者も多いという奇妙な状況になっている<sup>13)</sup>。「リスクに敏感な銀行は貸し出しに慎重だから、当座預金が膨らんでもそう簡単には貸出を増やさない。企業側で、借金をして新たな投資をするより債務圧縮を優先する例も多い<sup>14)</sup>。

今回の措置が、潜在的な緩和効果の大きいものであることが、強調された。「何人かの委員が、現在の金融緩和策について、潤沢な資金供給、強力なコ

---

10) 同上。

11) 議事要旨 (2001年5月17日~18日)。

12) 同上。

13) 『日本経済新聞』2001年6月20日。

14) 同上。

ミットメント、ロンバート型貸出制度のセーフティ・ネット効果などにより、(1)経済に前向きの動きが生じれば、これを十分にサポートすると同時に、(2)構造改革の過程で短期的に生じ得るデフレ圧力にも対応しうる枠組みであるとの認識を示した。このうちひとりの委員は、とりわけ量的な効果を強調した<sup>15)</sup>。「ある委員は、現在の緩和策について、いわば『潜在的緩和度』がきわめて高く『懐の深い』政策であると述べた。そのうえで、この委員は、(1)現在は、実体経済が金融緩和の効果を十分に活用できない、いわば『金融緩和の不完全利用』の状況にあり、(2)金融緩和の活用度を高めていくためには、資本や雇用の効率的な再配分やその高度化・活性化に向けた具体的な施策を組み合わせる必要がある、と述べた。また、別の委員は、消費者物価指数を利用したコミットメントによる自動調整機能——いわゆる時間軸効果——の役割を強調した。この委員は、景気情勢が悪化すれば、金融緩和期間が長期化すると市場の期待形成を通じてイールド・カーブがさらにフラット化すると指摘し、このような、現在の政策の機能については必ずしも理解されていないと述べた。こうした見解に対して多くの委員が賛同した」(同上)。

「現在の金融緩和策は、構造改革に伴うデフレ圧力をも念頭に置いたうえで実施に踏み切ったものであり、こうした金融緩和策と、民間の自助努力、および財政政策の『合わせ技』を通じて、景気の本格的な回復を実現していくことが重要である」<sup>16)</sup>。

## (2) 未達 (= 札割れ) と対策

「最近、本行オペで札割れが生じている点についても議論された。多くの委員は、(1)金融機関の資金余剰感が強い中で、ある程度予想されたことである、(2)日本銀行当座預金残高を5兆円程度とするうえでも支障は生じていない、との認識を示した。このため、3月19日の決定の考え方に沿って、現時点では、長期国債買い切りオペを増額する必要はない、と述べた」<sup>17)</sup>。そして、

15) 議事要旨 (2001年6月14~15日)。

16) 同上。

その対策として、次の改善策が提出された。「これまで『3か月以内』としていた手形期間を『6か月以内』に延長する」(同上)。「金融市場調節の円滑化に向けた他の諸措置(手形買入(本店買入)における買入対象先数の拡大、国債買入における買入対象に中期国債を追加すること、オペの入札における刻み幅の細分化)」<sup>18)</sup>などである。

新聞でもこの未達(=札割れ)問題が取り上げられた。「日銀が金融の量的緩和の維持に向けた資金供給に苦慮している。十日の短期金融市場では、資金供給手段である公開市場操作(オペ)で資金供給の予定額に金融機関の応札額が届かない『未達』(札割れ)が生じた。二日連続で五月に入り四度目。資金需要の低迷は鮮明だ。日銀は資金供給を続けるため、近く長期国債の買い切り増額に踏み切るとの観測も広がってきた」<sup>19)</sup>。その後、上の対策などの効果により、未達(=札割れ)が見られなくなり、7月以降資金供給が順調に行われるようになったことが報道されている。「日銀が当面、当座預金残高を五兆円程度とする量的緩和策を余裕をもって維持できるとの見方が強まっている。九月の中間期末を意識して資金を前倒して調達する動きも予想されるため、五月のように資金需要が緩んで金融機関の応札額が供給予定額を下回る未達(札割れ)が多発する懸念は薄らいでいる。札割れのような波乱が起きず量的目標の五兆円を維持できれば、中長期国債の買い切り増額の出番は当分なくなりそうだ」<sup>20)</sup>。「七月中には五月に決めた札割れ対策も出そう。五月下旬にまず国債借り入れと手形買い入れでオペ金利の刻み幅を0.01%から0.001%に細分化したが、短期国債買い現先など他のオペも同様に細かくする。オペの選択肢が広がれば資金供給の安定感も増しそうだ」<sup>21)</sup>。

### (3) 長期金利, 追加的緩和策

17) 議事要旨(2001年5月17~18日)。

18) 同上。

19) 『日本経済新聞』2001年5月11日。

20) 『日本経済新聞』2001年7月4日。

21) 同上。



市場が先行きの財政運営や国債需給に敏感に反応していると指摘された。「ひとりの委員は、長期金利上昇の要因をイールドカーブの形状からみると、(a)中短期ゾーンは、現在の金融緩和策のコミットメントに伴う『時間軸効果』もあって低く抑えられている一方、(b)長期ゾーンでの上昇が目立っていること、を指摘した。そのうえで、(a)長期債は、海外投資家の投資スタンスの影響を相対的に強く受けること、(b)海外投資家は日本の財政赤字への関心が高いこと、(c)既に日本国債の利回りは、格付けではより低いイタリアの円建て国債を上回っていること、などを踏まえれば、今後の長期金利の安定にとっても、構造改革の展望や財政赤字のサステナビリティの確保が重要であると述べた」<sup>22)</sup>。

追加的緩和策について、次のような慎重な意見が出された。「(1)金利面では各種金利が既に下限に近づいていること、(2)経済主体のリスク・テイク能力が低下しており、これ以上の超過準備の供給が信用創造活動の積極化や運用多様化につながりにくくなっていること、等の問題点が指摘された。……追加的な緩和策の内容によっては、金融・資本市場で、かえって物価変動に関するリスク・プレミアムや財政ポジションに関するリスク・プレミアムを増大させる危険も否定できない……。……このほか、流動性に対する需要が充足されている中で、これ以上の当座預金増額が可能かどうかという実行可能性の問題も提起された」<sup>23)</sup>。「さらに別の委員は、当座預金の増額や長期国債買い入れの効果について、さらに検討していきたいと述べた。さらに別の委員は、これ以上の緩和策について、副作用なしに期待形成に働きかけることが可能かどうか、という検討ポイントを提示した」(同上)。また、円安誘導についても否定的な見解が述べられた。「景気悪化への対応策として、一部に円安誘導を主張する声があることに関し、(1)為替レートはあくまで、経済のファンダメンタルズを反映した形で安定することが望ましく、(2)こうしたことを前提に、民間企業がリストラ等の企業努力を通じて国際競争力をつけて

22) 議事要旨 (2001年4月25日)。

23) 議事要旨 (2001年6月14~15日)。

いくことが本筋である、(3)デフレ懸念払拭や量的緩和の手段として円安誘導や為替介入をするといった考え方は不適當である」<sup>24)</sup>。

日本銀行は、政策目標をこれまでの金利目標から初めて日本銀行当座預金残高という量的目標に転換した。これは、日本銀行当座預金を増額してベースマネーを増やし、マネーサプライ増→物価上昇という貨幣数量説的な政策発想に基づくものであるといえよう。マネーの増額により物価下落から物価上昇への物価趨勢の転換を図るものである。現実には貨幣数量が直接に物価を決定することはないのであって、金利以外の政策波及経路は現実的に意味がない。今回の政策転換は、事実上のゼロ金利政策復帰を意味するが、政策目標が異なるために、新たな問題やリスクを内包している。その中で最大なのは、長期国債の実質的な日本銀行引受を強制され、ハイパーインフレに突入するというシナリオであろう。

#### おわりに

中央銀行の政策転換の理論的・実地的な根拠と意味を探求するには、貨幣・信用に関する理論的立場の問題とともに、今日の中央銀行を取り巻く政治経済的状況の分析も不可欠である。本稿の検討により、今回の政策転換は、第1に貨幣数量説（量の効果）への幻想、第2に日本銀行外部からの強い批判と要求に対する政治判断に基づいているとの推論が得られた。また、歴史的に見ても異例の長期経済低迷の渦中にある日本銀行の実験的金融政策の意義の解明は、貨幣・信用理論と政策論にとり魅力的な研究対象である。本稿の上記の推論を今後の研究によって発展させていきたい。

(きむら・じろう／経済学部教授／2001年10月11日受理)

---

24) 同上。

## Change in the Operating Target of BOJ Monetary Policy

Jiro KIMURA

BOJ changed the main operating target for money market operations from the current uncollateralized overnight call rate to the outstanding balance of the current accounts at the Bank of Japan on 19th March in 2001. This change in the main operating target is the first experience in the BOJ history. We will research the minutes of the monetary policy meeting and newspapers, and make clear the issues in the decision making of the policy change. As a result, we got the conclusion that there were some illusions on the quantity theory of money and the hard political pressure from outside of BOJ. So there were no rational reasons in the policy change except political reasons.