

インフレ・ターゲティング政策の 景気浮揚効果

——史的回顧の観点から——

一ノ瀬 篤

(序) 問 題

インフレ・ターゲティング（以下、IT）政策を実施せよ、という主張が盛んである。主張者はマネタリストが中心だが、それ以外の学派に属する人々も、少なからずその陣営に参加している。本稿では、IT政策が国債日銀引受発行のような非正則手段に援護されない限り、実物経済に対する景気浮揚効果は期待できないことを論じる。ただし、この問題についての理論的検討は、小宮隆太郎・日本経済研究センター編『金融政策論議の争点』（日本経済新聞社、2002年）に、ほぼ尽くされている。とくに、その中の小宮議論は、説得性に富んでいる。また、池尾和人『銀行はなぜ変わらないのか』（中央公論新社、2003年）（第7章）も、この問題に関してバランスのとれた総括的な考察を提供している。そこで本稿では素朴な史的データに依拠して、

* 本稿は日本金融学会2003年度春季大会の「中央銀行パネル」における報告に加筆したものである。報告との主な相違点は①現行の量的緩和政策に含まれる「インフレ・ターゲティング政策」の要素を、報告の際よりも多少強調していること②手元流動性に関する記述を少し緩和していること（地主敏樹神戸大学教授のコメントを尊重）③国債の日銀引受発行と、国債買いオペとの比較を詳細化したこと、である。

パネルの報告者建部正義中央大学教授、翁邦雄日本銀行金融研究所所長、コメンテーターの武田哲夫拓殖大学総長、地主教授の有益なご示唆にお礼申し上げます。翁報告は量的緩和政策の金融市場に対する作用を吟味しており、専ら実体経済に焦点を当てていた筆者の報告にとって、貴重な情報であった。

キーワード：インフレ・ターゲティング、量的緩和政策、実質貸出金利

これまでは取り上げられていない若干の論点を提示し、考察する。

議論の順序は次の通り。まず第1節では、1999年以降の超金融緩和政策がIT政策の要素を大いに含んでいること、それにもかかわらず、実物経済を浮揚させる効果は皆無に近かったことを述べる。第2節では、IT政策が実物経済面でのインフレ（むしろ景気浮揚）をもたらしうる可能性は乏しいことを論じる。言い換えれば、この節ではインフレ発現の条件を吟味することになる。

なお、〔補論1〕において、実物経済回復のための政策をスケッチ風に論じる。また、〔補論2〕では、仮に主張者の論じるように、IT政策がインフレを惹起したとした場合、それはそれで国債市場に鋭い打撃を与えるであろうことを確認する。第1節や補論では、考察の角度は別として、とくに新たな論点や解答を提示し得ていない。本稿の主内容は第2節である。

第1節 超金融緩和政策と景気浮揚機能

第1表と第2表を併せて見ると、99年2月（いわゆる「ゼロ金利政策」の採用）以降の極端な金融緩和政策続行にもかかわらず、銀行の対企業貸出が増加するどころか、むしろ相当の速度で縮小していることが明瞭である。なぜであろうか？

[1] 資金需要の停滞

第3表を見よう。消費支出が伸び悩み（消費性向は上昇気味だが、消費支出は漸減）、企業は新投資に消極的である。輸出も一進一退というほかない。金利が下がったり、銀行の流動性が高まっても、企業側で生産物の販売伸張（→利潤増大）に期待がもてなければ、資金需要（→新投資）は拡大しない。この実物経済面での需要停滞（→資金需要の減少・停滞）が金融緩和の無効性の基本要因だろう。最近では借入金（銀行から見ると貸出）返済の加速が取りざたされているが、この需要停滞の端的な表れと言える。

第1表で示された日銀の目標どおりに、日銀当座預金残高は実際にも順調に積み上がっていった（日本銀行調査統計局『金融経済統計月報』最近各号、

第1表 金融緩和政策の進展

公定歩合の推移	ゼロ金利政策採用後における主要金融調節方針
91.07 6.00→5.50%	
91.11 5.50→5.00%	
91.12 5.00→4.50%	
92.04 4.50→3.75%	
92.07 3.75→3.25%	
93.02 3.25→2.50%	
93.09 2.50→1.75%	
95.04 1.75→1.00%	
95.09 1.00→0.50%	
	99.02 いわゆる「ゼロ金利政策」採用（無担保翌日物コールレートを0.15%から次第にそれ以下に）
	00.08 ゼロ金利政策解除
01.02 0.50→0.35%	
01.03 0.35→0.25%	01.03 量的緩和政策採用（日銀当座預金残高目標 5兆円，消費者物価上昇率対前年比が安定的にゼロ以上になるまで継続する旨，表明）
01.09 0.25→0.10%	01.09 日銀当座預金残高目標 6兆円
	01.10 日銀当座預金残高目標 6兆円超
	01.12 日銀当座預金残高目標10-15兆円
	02.10 日銀当座預金残高目標15-20兆円
	03.04 日銀当座預金残高目標17-22兆円
	03.04 日銀当座預金残高目標22-27兆円

（出典）日本銀行調査統計局『金融経済統計月報』近時各号
 小宮隆太郎・日本経済研究センター編『金融政策論議の争点』（日本経済新聞社，2002年7月）489-493頁

参照)。しかし、それにもかかわらず、銀行の対企業貸出は逆に急減しているわけである。その底流的原因は上で見た資金需要の鈍化である（第3表）。しかし次項で見ると、近年になるほど、貸し渋り要因が重要になってきている¹⁾。

1) 貸し渋りのあり方も段階的に変化している。乱暴に整理すれば①BISの自己資本比率規制段階の貸し渋り②5頁〔2〕で述べる、近時の貸出査定制度の厳格化に

第2表 国内銀行貸出額の推移(兆円)

年末・四 半期末		貸出金合計	
		うち対法人	
2000		475	365
2001		454	342
2002	I	446	332
	II	435	322
	III	428	315
	IV	432	317

(出典) 日本銀行調査統計局『金融経済統計月報』2003年3月号,
157頁

第3表 実物経済の動向:1998-2002年

(単位は平均消費性向, 稼働率指数を除き, 対前年比: %)

	1998	1999	2000	2001	2002
GDPデフレーター	-0.6	-1.7	-2.0	-1.3	-1.7
鉱工業生産指数	-7.0	3.3	4.0	-10.2	-1.3
個人消費支出 ¹⁾	-0.8	-1.9	-1.1	-2.6	-1.3
平均消費性向 ¹⁾	71.1	71.7	72.5	71.4	73.9
小売業販売額	-4.4	-2.1	-1.0	-3.7	-3.9
製造工業稼働率指数	94.5	96.4	98.6	90.8	93.4
設備投資					
機械受注額 ²⁾	-18.6	0.6	16.6	-12.6	-11.3
設備投資実績・計画 ³⁾	-3.9	-9.2	-0.9	-5.9	-5.1 ⁵⁾
同上 ⁴⁾	-15.1	-8.8	8.6	-6.2	-12.0 ⁵⁾
輸出額	-3.8	-1.8	7.2	-6.6	6.6

- 1) ともに勤労者所帯 2) 民需, ただし船舶, 電力を除く。
 3) 日銀「短観」 4) 大蔵(財務)省「法人企業統計調査」
 5) 2002年は実績でなく, 計画。

(出典) 日本銀行調査統計局『金融経済統計月報』2003年3月号, 31-59頁

よる貸し渋り③03年春の株価急落による銀行の緊急避難的貸し渋り, という風に,
次第に貸し渋りの度合いが厳しくなっている。

第4表 大企業の資金調達：1980-2002年（残高ベース：兆円）

年	普通社債*	C P*	大企業向け 銀行貸出**	国内銀行*** 銀 行勘定貸出総額
1980	9	—	n.a.	136
1985	9	—	n.a.	237
1990	12	16	105	443
1995	27	10	99	486
2000	54	19	105	464
2002	59	23	96	432

* 普通社債とC Pの項目は、いずれも「大企業」に限定された残高ではないが、実際には両者は殆ど大企業によって発行されていると見なしてよい。

** 「大企業向け銀行貸出」は最右欄の「国内銀行銀行勘定貸出総額」の内訳項目である。また、下線を引いた時期に、統計上の不連続があるが、いずれもカバー範囲が広がる変更である点、注意を要する。

*** 1993年以前は、「全国銀行」の計数。

（出典）日本銀行調査統計局『金融経済統計月報』2003年3月号、28, 101, 161, 175頁
日本銀行調査統計局『経済統計年報』1992年6, 228頁、97年6, 85頁

〔2〕貸出抑制（貸し渋り）

資金需要は停滞的であるとはいえ、緩やかには存続している（第4表参照）。大企業の場合、債務性資金調達（銀行貸出＋普通社債発行＋C P）は90年代に約34%増加している。しかし第4表は、大企業の場合、資金を主として社債市場で調達していることを物語っている。さて、仮に中堅・中小企業の資金需要増加率も、同程度（10年間で34%程度増）であったと仮定すると、社債発行の出来ない中小企業については、10年間で94兆円程度の資金需要が貸し渋りで抑制された可能性が高い²⁾。

従来は、銀行資金への需要鈍化は、端的には優良・順調大企業に関する問題、貸し渋りは苦境大企業、苦境中小企業、未知数中小企業に関する問題、

2) $464 - 105 = 359$ (兆円) $443 - 105 = 338$ (兆円)
 $338 \times 1.34 = 453$ (兆円) $453 - 359 = 94$ (兆円)

と考えてよかった。しかし、1999年導入の金融庁『金融検査マニュアル』以来、貸し渋りは「普通の中小企業」に対しても行われている。否、行われざるを得なくなった。なぜならば、マニュアルが大企業を想定して作成されたにもかかわらず、それが中小企業にも適用されたために、通常の対中小企業貸出は、成約当初から劣位不良債権（とくに「要注意債権」から「要管理債権」へ）に分類されてしまうので、これを恐れて銀行が「中小企業一般」に対して貸さなくなった、という事情があるからである³⁾。

これまでの「日銀－市中銀行」段階での長期にわたる極端な緩和施策にもかかわらず、通貨が市中銀行内に止まっているのは⁴⁾、上記のように大企業の銀行借入需要の鈍化、不振企業・中小企業への貸し渋りの増大による。しかし、これを別の角度から見ると、このいわゆる「金融の目詰まり」現象の原因は、日銀からの通貨流出が資金（購買力：財・サービス購入の方向付けをもった通貨）として需要された結果としての流出ではなく、日銀による市中銀行への「通貨の押し込み」にすぎないからである。マネタリストが、いつまでもこの事情を見ようとしないのは、不思議である⁵⁾。

さて、日銀は2001年2月の量的緩和政策採用時に、「消費者物価指数の対前年変化率が安定的にゼロ%以上とならない限り、量的緩和政策を継続する」というコメントを発表していた。表現を少し変えると「消費者物価指数の対

3) 東谷暁『金融庁が中小企業をつぶす』（草思社、2000年）、同『やはり金融庁が中小企業をつぶした』（草思社、2003年）や『週刊ダイヤモンド』2003年6月28日号所載「地銀の命運」は、この辺りの事情を具体的に伝えている。

4) 最近のマネー・サプライ関連統計を見ると、一見、当座預金の積上がりに従って M_1 が増えているように見えるが、これはベイオフ問題や長期金利の低下などで、企業や家計による「定期預金→流動性預金」という資産乗り換えが行われていることの結果に過ぎず、 M_2 は増えていない。

5) 岩田規久男編『まずデフレをとめよ』（日本経済新聞社、2003年2月）において岩田は「日銀が直接国債発行を引き受けなくても、発行額とほぼ同じ額の国債を銀行を通じて買い上げれば、国債を貨幣化したことになり、高橋財政とまったく同じことになる」（27頁）と述べている。この点については第2節〔2〕〈B〉で論及するが、ここではさしあたり次のことだけを述べておきたい：不況で資金需要が弱い状況下では、単に日銀が市中銀行保有の国債を買い上げても、その見返りに銀行に流入した現金が自動的に購買力として財市場に発動されることはない、という点がそれである。

前年変化率が安定的にゼロ%以上となるまでは、量的緩和政策を続ける」ということである。これは穏やかなIT政策に他ならない。世上言われるIT政策でも量的緩和政策の併用が当然の前提とされている、と見てよいので、両者の相違は、単に「明確なプラス値の目標インフレ率（例えば年率1%というような）を掲げているか否か」という点に帰着する。

日銀声明は「安定的にゼロ%以上」という表現であるから、緩やかな、例えば1%という辺りを上限値として想定しているのであろう。IT政策でも決して高いインフレ目標率を設定しているわけではない。深尾光洋氏の場合を例にとると「まず消費者物価上昇率で1.5%を中心に上下1%程度の『物価安定目標』（インフレ・ターゲット）を設定し、国民に広くアナウンスする」としている⁶⁾。両者にはそれほど大きな違いがない。

福井日銀総裁は、この日銀のコミットメント（2001年2月）について、それが世上主張されている通常のIT政策よりも、強いインフレ志向（ただしマイルドな）を有している面に注意を喚起している⁷⁾。

このような日銀当局の（強い）決意が、市場にそのまま伝わっているかどうかは、やや疑問だが、日銀が「穏やかなインフレは歓迎する」政策をとっていることは、市中銀行が日銀に置いている当座預金残高を急速・極端に増

6) 深尾光洋「デフレ、不良債権問題と金融政策」（小宮隆太郎・日本経済研究センター編、上掲書、所載）78頁

7) 「通常のインフレーション・ターゲティングは、インフレ期待が台頭して将来の予想インフレ率が目標値を上回るようになると、たとえ現実の物価指数変化率が未だ目標値をかなり下回っていても政策金利の引上げにつながることを意味しています。将来の予想インフレ率は人それぞれによって異なっていますから、物価が少しでも変化すると、非常に早い段階から将来の金融政策を巡って様々な憶測が流れることは避けられないでしょう。

これに対し、現在日本銀行が採用しているコミットメントの下では、現実の消費者物価指数変化率が安定的にプラスの数値になるまで、超緩和を続けることが明確に宣言されています。言い換えますと、経済活動が回復に向かい人々の間にインフレ期待が起ってきたような場合でも、消費者物価指数変化率が安定的にゼロを上回らない限り、私どもはじっと我慢して、直ちにアクションを起こすことはせず超緩和を続けるという、非常に強いコミットメントをしているということです。それによって、将来の金融緩和効果を前借りしているのです。」

（福井俊彦「金融政策運営の課題」（2003年度日本金融学会春季大会における総裁講演：金融学会創立60周年記念講演）

加させる政策を採用していることによって、イヤというほど明らかである。にもかかわらず、実物経済は、それに少しも反応していない。

要するに、これまでの量的緩和政策はすでに少なくとも相当程度に、IT政策の実を備えていることが明らかである。それにもかかわらず実体経済で景気回復の兆候が見られないのは、不況克服に対する金融政策の限界を雄弁に物語っていると言うほかない。日銀は通常想定されている以上に、外部からの批判も取り入れて、出来る限りのことをやってきている。金融政策に過大な期待や負担を掛けること自体が誤っているのである。

第2節 インフレ・ターゲティング政策の吟味

〔1〕 インフレ・ターゲティング政策の論理

上で見たように、金利引き下げや国債買い入れによる量的緩和政策は、実体経済への効果に関するかぎり、すでに手詰まり状態になっている。単なる通貨（資金としての通貨ではない）を銀行に押し込んでも、その通貨が企業によって借り出されて、購買力として財市場に出動することはないからである（この点も上述した）。銀行から見ると「不良債権に分類される心配のない」資金需要（→貸出）がない。存在する資金需要は「健全であっても『不良債権』に分類されかねない需要」や「リスクの多い資金需要」であり、これは「貸し渋り」の対象となる。既往緩和政策が行き詰まっていることから、P.Krugman らの唱道するIT政策論が脚光を浴びている。第1節で見たように、すでに日銀は内容においてIT政策とさほど異ならない政策を実施しているが、これまでのところ景気浮揚効果はない。なぜであろうか。ここで改めてIT政策（の論理）を吟味してみよう。

インフレ・ターゲット論は簡略化すると次のような論理に依拠している。

政府・日銀の「インフレ促進共同宣言」 → 予想実質金利の下落 → 企業の投資増加
 ① ②

〔2〕 I T宣言によるインフレ発現の可能性

論理プロセス①は、政府・日銀がインフレ促進宣言を行えばインフレ期待が高まり、予想実質金利が下がる、というものだが、「いかにしてインフレを引き起こすのか」という疑問について市場が納得しない限り、市場はインフレを予測せず、予想実質金利は下がらないだろう。

実際にも、上記の通り、日銀は量的緩和政策採用時（2001年2月）以来、「インフレ率が安定的に0%もしくはそれ以上になるまでは量的緩和政策を続ける」旨、宣言している。穏やかなI T宣言である。国債の大量買いオペ（→市銀の対日銀「当座預金」積み上げ）によって、緩和の具体的手立ても講じてきた。しかし、この政策は、銀行にとって短期証券の現金への転態という意味しか持たず、銀行の資金力が強化されたわけでもなければ、企業の資金需要を刺激するものでもなかった。

振り返ってみれば、変動相場制度移行後の過去2回の大幅金融緩和でも、「implicit なインフレ促進宣言」が行われたと言ってよい（過剰流動性インフレ時は有力政治家の調整インフレ論、バブル期は政府・日銀の円高不況対策）。この2回の緩和は、インフレを大いに促進した。しかし、景気局面や経済事情は、当時と現在とでは全く異なる。万一、当局に緩和圧力を掛けている人々に「過去のマイルド・インフレ歓迎の大幅金融緩和がインフレ醸成に有効であったから今回も有効だろう」という思いこみがあるとするれば、それは錯覚である。今回と過去二つの金融緩和とを、端的な相違点に焦点を当てて、比較検討しておこう。

< A > 三つの金融緩和政策の比較

①過剰流動性インフレ（1973-74年）

1 株価 金融緩和開始時（1970年10月）には株価は底を打ちつつあり、公定歩合第二次引き下げ以降は完全に上昇気流に乗っていた。第6次引き下げ時にいたっては、株価はすでに暴騰中であった。（第5表-1）なお、実物経済面でも鉱工業生産、全国勤労者所帯消費支出、小売業販売額、機械受

第5表-1 株価と金融緩和の時間的関連：1970-72年

年・ 四半期	日経225種 平均株価	公定歩合引き下げ
1970 I	2,372円	10月6.25→6.00%
II	2,211	
III	2,130	
IV	2,058	
1971 I	2,190	1月6.00→5.75%
II	2,465	5月5.75→5.50%
III	2,496	7月5.50→5.25%
IV	2,390	12月5.25→4.75%*
1972 I	2,924	6月4.75→4.25%
II	3,477	
III	3,982	
IV	4,665	

*この1971年12月の引き下げは12月29日（12月の株価は、すでに反転上昇していた）

（出典）『週刊東洋経済臨時増刊 '76経済統計年鑑』134頁，他
日本銀行金融研究所『増補・改訂 日本金融年表』（1993年）

注額等は，緩和開始時にすでに十分上昇気流に乗っていた（1971年の機械受注額のみ例外⁸⁾）。金融緩和が株価上昇の始発点になったのではない。株価の上昇が始まっていたところに金融緩和がかぶさって，上昇を加速したのである。

2 企業の手元流動性 金融緩和開始とともに企業の手元流動性は急速に高まり，71年後半と72年いっぱいをはば高原状態で経過し，引締開始とともに急速に減少している。（第6表-1，左欄）金融緩和が手元流動性を潤沢にし，これがまず資産価格を高め，相当のタイム・ラグを置いて実物経済にも影響を及ぼした。緩和開始時に，実物・資産両面で景気が上向き始めていたからである。

②80年代後半のバブル期（資産インフレ期）

8)『週刊東洋経済臨時増刊 経済統計年鑑』1975年版，79，90-91，99，112頁

第5表-2 株価と金融緩和の時間的関連：1985-87年

年・ 四半期	日経225種 平均株価	公定歩合引き下げ
1985 I	12,122円	
II	12,578	
III	12,651	
IV	12,875	
1986 I	13,635	1月5.00→4.50% 3月4.50→4.00%
II	16,251	4月4.00→3.50%
III	18,006	
IV	17,650	11月3.50→3.00%
1987 I	20,220	2月3.00→2.50%
II	24,276	
III	24,856	
IV	23,350	

(出典)『週刊東洋経済臨時増刊 '95経済統計年鑑』398-99頁
日本銀行金融研究所『増補・改訂 日本金融年表』(1993年)

1 株価 金融緩和が集中的に行われた86年には株価はすでに急上昇しつつあった。(第5表-2) 実物経済面でも、鉱工業生産、機械受注額が、浅いボトムにあった程度で、全国勤労者家計消費支出、小売業販売額などは順調な増勢を示していた⁹⁾。ここでも金融緩和が株価上昇の始発点になったのではない。すでに株価は回復しており、緩和がこれに勢いをつけたのである。

2 企業の手元流動性 企業の手元流動性は、1984、85年と横ばいだったが、金融緩和の86年から急増しはじめ、89年まで続いている。(第6表-1, 右欄) 金融緩和の企業に対する影響力は、ここでも顕著である。実物、資産両面で景気が上昇機運にあったからである。

9)『週刊東洋経済臨時増刊 経済統計年鑑』1990年版, 89, 136, 149, 172-173頁

第6表-1 企業の手元流動性：1969-1974年および1984-89年

年・期	手元流動性 (全産業・全企業)	年・期	手元流動性 (全産業・全企業)	
1969年 上期	1.01	1984年 上期	1.20	1969-1974年 手元流動性比率 =現金・預金残高 ÷月平均売上高
1969年 下期	0.97	1984年 下期	1.18	
1970年 上期	0.99	1985年 上期	1.18	
1970年 下期	1.04	1985年 下期	1.17	
1971年 上期	1.19	1986年 上期	1.28	1984-89年 手元流動性比率 =現金・預金・短期 所有有価証券残高 ÷月平均売上高
1971年 下期	1.31	1986年 下期	1.51	
1972年 上期	1.30	1987年 上期	1.59	
1972年 下期	1.26	1987年 下期	1.66	
1973年 上期	1.10	1988年 上期	1.76	
1973年 下期	0.92	1988年 下期	1.87	
1974年 上期	0.82	1989年 上期	1.97	
1974年 下期	0.85	1989年 下期	1.98	

(出典) 1984-1989年については、日本銀行調査統計局『企業短期経済観測調査』(日銀短観)各号
1969-1974については、日本銀行調査統計局『主要企業経営分析』各号

③今回の金融緩和

今回は対照的に、12次(!)にわたる公定歩合引き下げが、すべて株価下落過程での引き下げであることは周知の通りである。

現在、優良企業としては、社債市場からの調達に加えて銀行から大量に借りるほどの資金投下先がない。株式市場は概して不振で、当面資金を泳がせておく投資先といっても、国債市場以外にはない。資金がさほど要らないから銀行からは借らない。不振企業や未知数企業(銀行にとって)は借りたいが、銀行は、特に貸出審査厳格化以来(金融庁マニュアル)、本来的には不良貸出でない場合ですら、分類上「不良」とされる可能性が大なので、貸せない。この結果、極端な金融緩和にも拘わらず企業の手元流動性は、小波動を含みつつ、総平均値では概して減少気味である。(第6表-2)

以上は、今回の場合、ITを設定するだけではインフレ予想(実物、資産)

第6表-2 企業の手元流動性：1989—2002年

	全産業・全企業			全産業・全企業			
		大企業		中小企業		大企業	中小企業
1989.6	2.02		1.93	1996.6	1.48		1.83
1989.12	1.99		1.78	1996.12	1.42		1.83
1990.6	2.04		1.85	1997.6	1.29	1.24	1.57
1990.12	1.87		1.62	1997.12	1.31	1.26	1.58
1991.6	1.72		1.73	1998.6	1.33	1.28	1.63
1991.12	1.66		1.59	1998.12	1.53	1.51	1.82
1992.6	1.56		1.74	1999.6	1.45	1.42	1.79
1992.12	1.56		1.67	1999.12	1.52	1.48	1.87
1993.6	1.62		1.85	2000.6	1.36	1.28	1.78
1993.12	1.63		1.91	2000.12	1.25	1.08	1.79
1994.6	1.66		1.91	2001.6	1.19	1.00	1.75
1994.12	1.61		1.93	2002.12	1.18	0.97	1.74
1995.6	1.56		1.87	2002.6	1.16	0.97	1.73
1995.12	1.55		1.86				

・波線のところで、統計が不連続。

・96年末までの「中小企業」は、製造業の中小企業。

(出典) 日本銀行調査統計局『企業短期経済観測調査』(日銀短観) 各号

手元流動性比率＝現金・預金・短期所有有価証券残高÷月平均売上高

が浸透しえないことを示唆している。70年代の調整インフレ政策、80年代の円高不況対策は、いずれも実物・資産両市場がすでに回復軌道に乗っていたがために、効果を発揮し得たに過ぎない。インフレ誘発的金融政策がインフレの起爆剤になったのではない。今次の不況についても、株式市場の本格的回復や企業の手元流動性が金融政策に対して敏感に反応する状況が土台に無ければ、IT政策宣言(プラス量的緩和)の有効性は期待できない。

要するに、IT政策も、実物面でインフレを引き起こす「手段」を提示できぬ限り、これまでの量的緩和政策と同じく、現実のインフレを招来し得ないだろう。

＜B＞ 国債の日銀引受発行

ただし、IT宣言が、大規模で継続的な国債の日銀引受発行によって援護されると、事情は異なりうる。この場合、日銀から流出した通貨は資金（公共事業費、公務員給与の支払い、等々）としての通貨であるから、財・サービス市場に購買力として発動される。IT論が現実性を帯びるためには、「国債の日銀引受発行」のような、単なる通貨ではなく「資金」（現実の購買力）を断固として増加させるという、政府・日銀の共同的決意表明とその相当期間にわたる実施が必要だろうが、現在の財政事情（国債事情、特に国債市場事情）はそれを許さないだろう。

岩田規久男編『まずデフレをとめよ』は、「国債の買いオペは、年々の発行額と買い入れ額が同じであれば、日銀引き受け発行と同じ効果を有する」と主張する（27, 228-230頁）。オペの場合も、とどのつまり、市銀をトンネルとして国債が日銀に還流し、貨幣は同じく市銀をトンネルとして日銀から政府に流れるから、という論理であろう。

しかし、両者に相当の相違があることは看過すべきでない。たしかに、オペの場合でも、政府は、はじめの国債発行代わり金を必ず財・サービス市場に支出するのであるから、この点で日銀引受との違いはない。しかし第一に、まず市銀が国債を消化すると、市銀は国債を保有し続ける場合の収益とこれを売却して貨幣化し、それを貸出に運用する場合の収益とを比較考量し、有利な方を選択する。したがって、国債保有の継続を選択する場合は、社会全体としての購買力の「水増し」（インフレ促進要因）が、その分だけ削減される。日銀引受発行の場合は、その問題がそもそも生じない。（岩田の場合、「ともかく国債は日銀が買い入れてしまう」ということが想定されているから、はじめからこの問題は除去されている。）

同じことを別の表現で述べてみよう。オペの場合、市銀は日銀の買いオペに応じるまでは、ともかくも社会的に吸収した貯蓄を国債に「運用」し、利子を得ている。市銀は国債に資金を運用することで救われている面がある。日銀引受の場合はこの点の保証がない。日銀引受の場合、市銀に吸収された

社会的貯蓄は、企業・家計からの借り入れ需要がない限り、休眠してしまうことになる。市銀はその分、必死で貸出先を開拓しようとするので、貸出利率を低くしたり、貸し渋りを引き起こす障壁を何とか除去して、貸し渋らなくてすむようにしようとする。その結果、日銀引受の場合、購買力の二重化もしくは「水増し」分は、社会的に見てそれだけ大きくなるだろう。国債の日銀引受発行によって財市場に投げられる増加購買力を相殺する民間借り入れの減少は、その分だけ生じにくくなる。

第二にアナウンスメント効果が全く異なる。日銀引き受けの場合は、政府のインフレ姿勢が明瞭なので、インフレ期待が高まる。オベは、かりに年度の国債ネット発行額（粗発行額マイナス償還額）に等しいだけ行われたとしても、順次に行うほかない以上、市場へのシグナルは、微弱である。

買いオベは同一年度内にネット発行額だけ行われた場合ですら、インフレ効果において日銀引受とは相当に異なるのである。

他方、深尾光洋氏などの提案する禁じ手的「妙手」（日銀による資産担保証券購入や、とくに「現金を含む金融資産」課税案）は¹⁰⁾、実施が難しい。前者（銀行の貸出債権等を基礎として発行された証券：ABS）の買い入れは、銀行の資産状況を改善したり、少なくとも整理したりする意義を有しているため、国債の買い入れとは同一には論じられない。しかし、銀行の資産状況を改善するほどに高値で（或いは大量に）購入すると、日銀に高いリスクをもたらす。他方、リスクを低くしようとすれば、銀行の財務は改善されない、というディレンマがある。それ以上に問題なのは、日銀によるABSの買い入れで銀行財務状態が改善されたとしても、今や金融庁マニュアルのために貸出にすっかり及び腰になってしまった銀行が、中小企業等への貸出を増やすであろうか、という点である¹¹⁾。

10) 深尾光洋「デフレ、不良債権問題と金融政策」（小宮隆太郎・日本経済研究センター編、上掲書、所載）

11) 日銀はその後、本年7月からABSの買い入れを開始した。相当なりリスク覚悟の挑戦である。上記の「銀行の及び腰」が解消するか否か見守りたい。

深尾氏の「あらゆる金融資産への課税」案は、「机上の空論」と言うべきではないだろうか。問題は「現金への課税」だが、「誰にいつの時点で課税できるのか」という技術的問題の解決は実に実に困難だろう。

〔3〕実質金利と貸出

次に第2節〔1〕末尾の論理プロセス②（8頁のゴチック文字、参照）を検討する。IT論は「これまでの金融緩和が実績をあげ得ていないのは、実質金利が高かったため」と implicit に主張していることになるが、この点は果たしてどうなのか。実質金利が低下すると企業投資は増加するのか。量的に見て企業投資の過半部分と裏腹の関係にある銀行貸出について検討しよう。貸し渋り部分については、論理的には、実質金利が低下しても貸出が増える道理がない。「資金需要が弱い」部分についてはどうか？ 期待実質金利が低下しても、財貨・サービスの売れ行きに楽観的になれないかぎり、企業が活発に借り入れることはないだろう。

第7表を参照されたい。まず、最も参考とすべき不況基調の1990年代について見ると（第7表-3）、97年まで実質金利が一貫して顕著に低下しているにもかかわらず、不況持続の時期も回復傾向の時期も、何ら銀行貸出の増加に結びついていない。98-99年の貸出額の減少が実質金利上昇と平行している点に、僅かに負の相関関係の可能性が示されるのみである。同じく大金融緩和期を含む80年代について見ても、86年までの実質金利上昇期と86年以降の実質金利低下期とで、貸出増加速度に殆ど差違はない。86年以降のバブル期に僅かに増加率が高くなっているのは、まさにバブルによるものであって、金利によるとは考えられない（第7表-2）。

あわせて実質金利激動期（1970-75年）を見よう（第7表-1）。実質金利上昇期の方が遙かに高い貸出増加率を示し、実質金利激落期（73-75年）には増加率が相対的に低下している。このように、銀行貸出の名目値をとってすら、控えめに言っても「実質金利と貸出増加」は無関係である。問題は実体経済の動向なのだ。（なお、この時期は物価上昇率が高いので、銀行貸出

第7表-1 実質金利と銀行貸出：1970-75年〔単位：％，（4）欄は兆円〕

年	貸出約定 平均金利 (1)	CPI 上昇率	WPI 上昇率	ウェイト勘 案後の総合 物価上昇率 (2)	実質金 利(3)＝ (1)－ (2)	全国銀行 銀行勘定 貸出総残高(4)		(4)の 実質値 (1970 ＝100)
							対前年上昇率	
1970	7.66	7.7	3.6	6.33	1.33	39	16.9%	39
71	7.59	6.1	-0.8	3.80	3.79	49	25.6	47
72	7.05	4.5	0.8	3.27	3.78	62	26.5	58
73	7.19	11.7	15.9	13.10	-5.91	72	16.1	59
74	9.11	24.5	31.3	26.80	-17.7	80	11.1	52
75	9.10	11.8	3.0	8.87	0.23	89	11.3	53

・この時期、製造業への貸出とサービス業への貸出の比率は、ほぼ1：2である。前者への貸出には主として卸売物価が関連し、後者への貸出には主として消費者物価が関連するとラフに想定し、貸出額のウェイトに応じて、CPIの寄与率をWPI寄与率の2倍とした。((2)「ウェイト勘案後の総合物価上昇率」の欄)

(出典)『週刊東洋経済臨時増刊 '76経済統計年鑑』114-118, 127, 131頁

を实質値で見ると、実質金利激落期には停滞もしくは減少している。

かくして、実体経済停滞下の実質金利低下は、過去の経験に照らしてみても、銀行貸出(→投資)を増加させることにはならないだろう。IT論の妥当性はこの点からも疑問である。投資は、生産物の売れ行き(→利潤)によってこそ、主として規定される。金融緩和がインフレに結びつくには、実体経済の回復が条件である。これがあってこそ、手元流動性の増加や株価の上昇等々が生じる。金融政策では実体経済の回復を達成しえないことは、この面からも、すでに過去の実績が実証済みであると言うほかない。

〔4〕IT政策は将来に高インフレを招来するのか。

これまではIT政策がインフレを招来し得ないだろうことを論じてきた。しかし、IT政策批判者の多くが言うように、IT政策は当面はともかくとして、将来は必ず破滅的なインフレを招くのだろうか。これまでの考察に照らせば、その可能性はうすい、というほかない。ただし、次の場合には、そ

第7表-2 実質金利と銀行貸出：1980-89年〔単位：％，(4)欄の貸出金は兆円〕

年	貸出約定 平均金利 (1)	CPI 上昇率	WPI 上昇率	ウェイト勘案 後の総合物 価上昇率(2)	実質金利 (3) = (1) - (2)	全国銀行 銀行勘定 貸出金(4)	対前年上昇率
1980	8.2	7.7	17.7	10.2	-2.0	158	7.1%
81	7.1	4.9	1.4	4.0	3.1	175	10.8
82	6.4	2.8	1.8	2.6	3.8	194	10.9
83	6.0	1.9	-2.3	0.9	5.1	215	10.8
84	5.8	2.3	-0.3	1.7	4.1	239	11.2
85	5.8	2.0	-1.1	1.2	4.6	268	12.1
86	4.5	0.6	-9.1	-1.8	6.3	299	11.6
87	3.9	0.1	-3.8	-0.9	4.8	337	12.7
88	3.9	0.7	-0.9	0.3	3.6	371	10.1
89	5.4	2.3	2.5	2.4	3.0	411	10.8

- ・この時期については、CPIの寄与率を3、WPIの寄与率を1として、(4)を算定
- ・(4)は89年以降、第二地銀を含むようになったので、そのベースで調整。

(出典) 日本銀行調査統計局『経済統計年報』1992年，3，9，18頁

『週刊東洋経済臨時増刊 '91年経済統計年鑑』299頁。

の可能性が生じてくる。

第一に、IT政策を実施し、それに中身を詰めるために、政府が国債を日銀引受で大量に発行し、獲得した資金を継続的に支出するという方策を相当期間続ける場合。しかし、この選択肢に対する誘惑はあるとしても（国債の重圧を考えれば、インフレによるその解消は魅力的である）、政府がこれを採用することは、まずないだろう。なぜなら、政府・日銀は国民貯蓄収奪の咎めを受けるし、国債価格の暴落を呼ぶ危険性もきわめて高い。いずれも、政府権威の失墜につながる。なお、後者（国債価格問題）については、〔補論2〕を参照されたい。

第二に実体経済が回復した後も日銀が緩和政策を続け、引締め転換へのタイミングを誤る場合が考えられる。緩やかなインフレは望ましいので、日銀が景気回復の兆候が見えた後でも、直ちに引き締めへ転じないのは当然である。しかし、転換のタイミングは実際には非常に難しいだろう。第一次石

第7表-3 実質金利と銀行貸出：1990-99年〔単位：％，（4）欄は兆円〕

年	貸出約定 平均金利 (1)	CPI 上昇率	国内企 業物価 上昇率	ウェイト勘案 後の総合物 価上昇率(2)	実質金利 (3) = (1) - (2)	全国銀行 銀行勘定	
						貸出総残高(4)	対前年上昇率
1990	8.02	3.1	1.2	2.72	5.30	441	4.8
91	7.02	3.3	0.5	2.74	4.28	462	4.8
92	5.14	1.6	-1.0	1.08	4.06	474	2.6
93	3.89	1.3	-1.8	0.68	3.21	480	1.3
94	3.50	0.7	-1.4	0.28	3.22	480	0.0
95	2.23	-0.1	-1.1	-0.30	2.53	486	0.3
96	2.06	0.1	-1.4	0.20	2.26	488	0.4
97	1.99	1.8	1.0	1.64	0.35	493	1.0
98	1.77	0.2	-2.1	-0.26	2.03	489	-0.9
99	1.78	-0.5	-0.8	-0.56	2.34	469	-4.1

・この時期については、貸出額のウェイトに応じて、CPIの寄与率を4、国内企業物価の寄与率を1として、総合物価上昇率を算定。

・(4)については統計変更に悩まされるが、日本銀行『金融経済統計月報』2001年12月号(101頁)に91-99年までの連続数値が見られたので、これを利用。

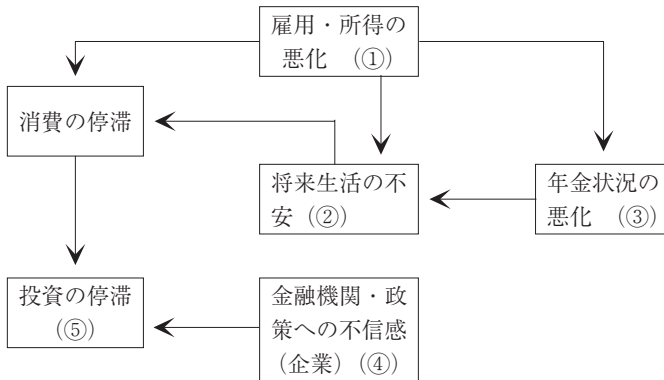
(出典) 日本銀行調査統計局『経済統計年報』1992年，65頁。1997年，3，18，194-195頁。同『金融経済統計月報』2002年6月，101頁。2003年1月，52頁。2003年3月，19，53，159頁

油危機勃発（10月）後、日銀は比較的速やかに果敢な引き締めへ転じたが（12月）、インフレは74年を通じて猛威をふるった。膨れあがった企業の手元流動性の吸収には時間がかかる。（日本銀行百年史編纂委員会編『日本銀行百年史 第六巻』421頁）。逆に言えば、手元流動性の動向に注意する必要があるだろう。但し、経済における銀行貸出の比重は低下してきているので、かつてと異なり、手元流動性の意義は相対的に低下してはいる。

〔補論1〕実物経済回復のための政策

それでは実物経済回復のために、何ができるであろうか。本稿の主課題については、すでに考察を終えたので、この点については以下、覚え書き風に簡潔に述べる。実物経済低迷の原因は、次頁図のように示しうる。

< A > 実物経済低迷の原因



雇用・所得悪化（図の①）の主要要因は、投資の停滞（⑤）であり、これが景気低迷を招いている。悪循環が生じているのは、言うまでもない。また資産価格下落が継続していることも重要な要因である。（→企業バランス・シートの傷み→債務不良化→経営行き詰まり→雇用・所得への跳ね返り）

家計部門における将来生活の不安の原因は、今述べた雇用・所得の悪化（上図①）と年金状況の悪化（③）であろう。その③の主要因は雇用・所得の悪化（①）、少子高齢化および、資産価格下落の継続である。

企業の側での金融機関および政府政策への不信感（④）は、主として不良債権問題の未解消による金融機関の安全性に関する懸念、幹部の保身志向による問題先送り体質、構造改革概念の曖昧さ（そもそも構造改革の中身は何か、構造改革実施のタイミングが不況脱出策との関連において適切なのか、という問題をはじめ、不良債権問題・景気浮揚との論理的関係を提示出来ていない）、および、声明・判断の信憑性への疑問などに根ざしている。

< B > 実行可能な脱出策

a 資産価格の下落問題

株価は、5月にはすでにバブル膨張開始前の水準に下落し、配当実施会社

の配当利回りは1.5%を上回っている。体力のある企業は、素朴な配当利回りで投資家を吸引するよう実績を積み続け、地道なPRに努めるのが賢明だろう。素朴な配当利回りを長期にわたって堅持する姿勢を示すことで、株式市場への信頼が高まり、他企業（特に銀行）のバランス・シートが回復するだろう。種々の市場介入策は、弥縫的な対症療法に過ぎない。

b 不良債権問題

現在では不良債権が不況の原因というより、その逆の因果関係が強力である。不良債権が解消されない限り、国民の漠たる不安は無くならないのは事実であるが（そして、この意味で償却は絶対に必要であるが）、大事なのは長期にわたる明確な計画にしたがって、少しずつ着実に償却し、経済界に安心感を与えることである。早急な償却の危険性は重視すべきであろう。とりわけ、「早期償却のために」と称して「厳格な」査定によって正常債権や「単に要注意債権と見なし得るにすぎぬもの」を要管理債権に分類し、貸し渋りを発生させて、景気の足を引っ張っているのは問題である（金融庁の検査マニュアルなど）。景気が回復すれば、不良債権は自然的に減少する。

c 構造改革概念の曖昧さ

内容（明確ではないが）を推測すれば、短期的には不況脱出効果を持たぬことは明らかである。これを説明せず、構造改革なるものが進めば景気が回復するかの期待感を与え、裏返しに失望感を招来している。長期課題であることを明確に説明すべきであろう。

d 将来不安問題

これが非常に重要である。企業が65歳まで定年を延長し、従来の半分程度の給与を保証し、他方で59歳以下55歳までの層の給与を5年計画で半減させてゆく、といった形のワークシェアリングが有益だろう（後者は、企業の人件費負担を相殺するためである）。スキーム成熟までの時期、相対的に不利なのは55歳層だが、彼らも65歳まで雇用されるから、生涯賃金が減るわけではない。他方、ワークシェアリングだから、この層としても、生活に時間的余裕が生じる。年金財政も楽になる可能性がある。企業をこの方向に誘導す

るには、政府のリーダーシップが必要だろう。

このような「構造改革」案を示し、国民の将来不安を除去せねば、消費（→投資）は増えず、実体経済は回復しないだろう。

〔補論2〕インフレと国債価格

すでに述べたように、景気浮揚（→物価上昇）を金融政策で実現することは、難しい。しかし、仮に何らかの理由でインフレが進行し始め、当分の間継続すると予測される場合、理論的には国債価格は下落せざるを得ない。流通市場で既発債を購入する債券投資家としては、仮に満期まで1年を残す国債を買う場合、向こう1年のインフレ率を $i\%$ と予測すると、当該債券の最終利回りが少なくとも $i\%$ を上回らなければ投資によって損失をこうむる。したがって債券の理論価格 x （市場価格もしくは時価）の上限値は、この債券に付される利子率を $r\%$ 、償還価額（額面に等しいとする）を D とすると、

$$\frac{i}{100} = \frac{D \times r / 100 + (D - x)}{x} \quad \text{左辺はインフレ率, 右辺は最終利回りを示す*。ここから}$$

$$x = D \times \frac{100 + r}{100 + i}$$

当然のことながら、 x は i が r に比べて大であればあるほど、下落する。現在は r が小なので、 i の変化率の x に対する影響は大きい。

過去において消費財、投資財の両面においてインフレの進展が顕著で、かつ国債の流通市場がともかくも機能していたのは1973-74年の過剰流動性インフレ時である。この時期、満期まで1年を残す国債（当時は全て6.5%利

* なお、長期債の場合、右辺の $(D - x)$ を除去するのも一つの考え方である。（単純な流通利回り比較）。また、 i の代わりに R （長期の定期預金利率：これは i を大いに反映）を用いてもよい。この場合には、 r 値が非常に小さい現状（2003年春）では、 i （もしくはインフレを反映した R ）の上昇によって x が暴落することになる。

$$\frac{i(\text{or } R)}{100} = \frac{D \times \frac{r}{100}}{x} \rightarrow x = D \times \frac{r}{i(\text{or } R)}$$

第8表 満期1年物国債の最終利回り(%)：1973-74年

1973年	最終利回り	1974年	最終利回り
1	6.14	1	9.31
2	6.44	2	9.51
3	6.50	3	9.41
4*	7.00	4	9.63
5*	7.05	5	9.89
6	7.11	6	9.86
7*	7.31	7	10.12
8*	7.49	8	10.53
9	7.59	9	10.37
10	7.67	10	10.66
11	7.88	11	10.99
12*	9.09	12	11.35

・満期まで1年をやや超える銘柄を選択

最終利回り(%)： Yi to M ，年利子： ai
償還価額： rv ，購入価額： cv
満期までの残存年数： Y to M

$$Yi \text{ to } M = \left(ai + \frac{rv - cv}{Y \text{ to } M} \right) \div cv \times 100$$

*1973年の4月，5月，7月，8月，12月には，公定歩合がそれぞれ0.75，0.5，0.5，1.0，2.0%引き上げられた。

(出典)『東証統計月報』1973-74年各号

付き)の流通最終利回りは第8表の通り。

この表を基にして計算すると1974年の最終利回り単純平均値は10.14%である。理論的にはインフレ率(1974年財政年度のGNPデフレーター対前年上昇率は18.5%)に等しくなるはずだが，そうっていない*。この理由は以下の二つであろう。

第一に投資家の勘案するインフレ率はあくまで「予想インフレ率」にすぎず，事後的な，確定されたものではない。したがって，事後的な率とは一致し得ない。第二に当時はまだ国債流通市場が完全には自由化されておらず，価格は少なからず管理されていた。

しかし，競合関係にある銀行1年物定期預金金利(74年9月がピークで7.75%)に比べると，1974年の最終利回りは，ほぼ2.5%高く，価格管理下であったにもかかわらず，インフレの顕著な影響を受けていたことが明らかである。

* 同じことの裏面に過ぎないが，国債の市場価格は上記の理論値では約90円になってしかるべきだが，実際には74年で最も下がった12月でも，96円弱程度だった。

現時点では、国債流通市場も自由化されており、かつ表面金利は低い。インフレの進展は、利回りを大幅に上昇（国債価格を大幅に下落）させるだろう。（上記算式を参照）

（いちのせ・あつし／経済学部教授／2003年7月9日受理）

The Effect of the Inflation-targeting Policy on the Real Economy: A Historical Examination

Atsushi ICHINOSE

This paper, depending mainly on historical data, argues that the so-called inflation-targeting policy (ITP) will not bring about inflation (or a recovery of the real economy).

In section 1 we argue that though the quantitative monetary easing policy starting in March 2001 contains, to a considerable degree, elements of ITP, deflationary trends in the real economy have not been reversed at all.

In section 2 we divide the logical processes of ITP into two stages and argue that neither will stand up to examination.

The first stage: Supporters of ITP insist that if the government and the Bank declare jointly a clear numerical inflation rate target, the expected real interest rate on lending will be lowered, so that investments in real goods and services will increase. But unless the markets are convinced that the Bank will be able to bring about inflation through one or another concrete means, inflation will not be realized.

Indeed an implicit form of ITP was adopted during the periods of the so-called excess-liquidity inflation in 1973-74 and the so-called asset-inflation (the Bubble) in the latter half of 1980' s. But in these two cases it was not monetary easing policy that brought about the initial inflation. Historical facts show that both the real economy and the stock market were recovering before the start of monetary easing, and that the monetary relaxation only amplified the degree of inflation. Also in the case of the current monetary easing (since July 1991), markets very well understand that the Bank hopes to generate a mild form of inflation. Still, bank lending has not been increased because markets have not been

convinced that the Bank has devised an effective means to generate inflation (=recovery of the real economy).

The second stage: Supporters of ITP insist that investments in real goods and services will increase if the expected real rate of interest is lowered. But as far as our examination of the historical facts since 1970 is concerned, we cannot help but point to a positive correlation between real interest rates and the volume of bank lending; when real interest rate rises, investments in real goods and services increase, and vice versa. In short, it is not certain at all that lowering of the real interest rate on lending will give rise to an increase of investments in real goods and services. What is important is that recovery of the real economy must precede monetary relaxation.

The logical structure of ITP is fragile in the light of historical examination.