

# 「金融政策は限界か」

-ゼロ金利の先の金融政策を決める3つのポイント-

経済産業調査部門

上席主任研究員 久保英也

## 1. はじめに

新しい日本銀行法の下で政策審議委員が自由に発言される機会が増えた。金利調整を主とした金融調節において既にゼロ金利に踏み込み、また銀行システムが傷み、マネーサプライを通じた政策伝達ルートが毀損した中で、日銀として何ができるかを示し、その理解と対話を進めることは好ましい。

ただ、最も国民が知りたい今後の金融政策のあり方については、一部の審議委員を除き、マネーの量的緩和策に否定的な意見を述べるとどまっている。景気の実勢、金融政策の効果をここしばらく見極めるにしても、為替も含め、外的ショック等により、万一景気が悪化した場合にどうするか。「次の金融政策は何か」という無用の期待や憶測を避けるためにも、今後の金融政策を考えるにあたり押さえねばならないポイントが3つあると思う。

まず、議論が混乱しているマネーの「量的緩和策」の意味と効果・弊害の整理

国民は政策の効果もリスクもコストもすべて享受するが、金融政策は日銀、財政政策は政

治の切り分けで、政策における「合成の誤謬」はないか。

各種政策案の採否が日本銀行のバランスシート(以下B/Sと略す)との関係で語られるが、B/Sをどう評価するか。の3つである。

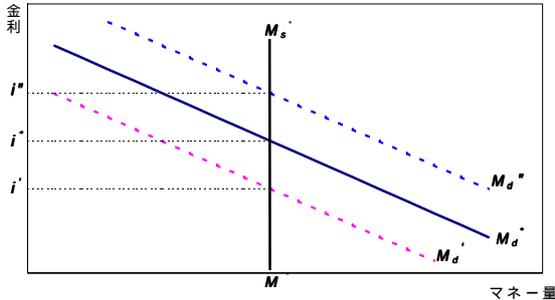
## 2. マネーの量的緩和策の効果と弊害

金利政策を取る中で、短期金利とマネーの量の連関は強い。しかし、1970年頃猛烈なインフレに悩んだ米国のボルカー連銀議長は、金融政策の中間目標をマネーの量的管理に変えたが、教科書どおり、その時大きな短期金利の変動が起こっている。ある審議委員が量的緩和は金利水準と表裏一体と主張したが、理論的には、貨幣需要が不安定的な中で、中央銀行が金利とマネーサプライの両者を同時にコントロールできなくなる場面は、少なくないはずだ(図表-1、マネー量 $M^*$ を維持すれば、金利 $i$ は貨幣需要に伴い変動する)。

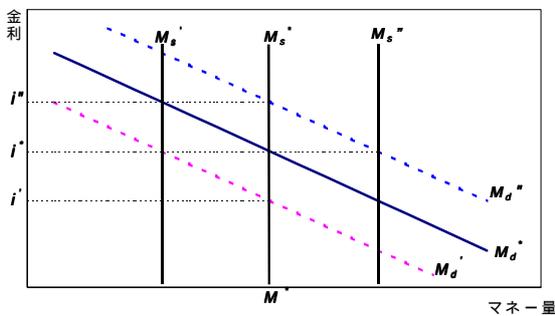
インフレを押え込む政策としてのマネーの「量的管理策」とゼロ金利という金利政策の限界点から更に景気刺激策を要請される金融政策では状況が少し異なる。ただ、現行のゼロ金

図表 - 1 貨幣需要の 変動から中央銀行の  
コントロールは 一つの 変数

マネーの 量的 管理に伴う金利変動  
(イメージ図)



金利調整に伴うマネー量の 変動



(出典)「マクロ経済学」進歩と金融政策」有斐閣 等から作成

利維持に伴う量的緩和を大きく超える金融政策に踏み出すことは、単純に通貨供給量が増えるだけでなく、金融政策の枠組みが大きく変わることも意味する。当然、そこでは、短期金利が大きく変動する可能性がある。

すなわち、もう一段進めた金融政策の姿は、ある程度短期金利の変動を覚悟した「マネーの量的管理政策」に移行するか、現行の「金利政策」のなかで、ベースマネーの量を少し増やして、効果は限定的なるも以下の政策効果を求めるといふ2つがある。

#### 5つの量的緩和効果

量的緩和の効果は5つのルートで实体经济に影響するといわれている。すなわち

マネーサプライルート ベースマネーを

増し、マネーサプライを押し上げるなかで、企業活動、家計行動を活性化。最も大きな効果が期待できるが、銀行システムが毀損している現在、信用乗数の低下にみられるとおりあまり機能しない

期待インフレルート ベースマネーの増加により期待インフレを惹起、実質金利を下げる。企業活動の活性化を図れるが、インフレの発生可能性やまた発生時の実効性ある対応に疑問が残る。

銀行の資産選好ルート たとえ「流動性の罨」状態であっても、名目ゼロリターンの準備預金の積みあがり銀行を融資拡大や国債買い入れへ向かわせる。結果として、銀行のポートフォリオがリスクを取る方向へシフトし、資本市場の不完全性を補う。ただ、銀行のリスク許容度は現在の自己資本と信用リスク管理能力のなかでは十分といえず、効果は限定される。

市場の資産選好ルート 翌日物の金利低下は裁定を通じ、ターム物へ波及する。これにより、全体的に金利水準が低下する。長期金利については、短期金利以外の決定要素が大きい、インフレ期待が安定している時に、一時的な影響を与えることは可能である。

金融市場ルート 為替や資産価格に影響し、实体经济の改善に寄与する。

#### 量的緩和の弊害と障害

一方、弊害や政策実現への障害は、

貨幣の流通速度が不安定化する中で、例えば、経済が急拡大したときにマネーの供給が追いつかず、金融が必要以上に締まる等金融政策が一時的に不安定化する恐れがある。

コールレート < 普通預金金利の関係が続くことにより、長年、日銀の政策意図をマー

ケットに伝えてきたコール市場が縮小する。  
十分な量的緩和ができるほどのオペレーション玉等は確保は可能か

これらの弊害を最小に、効果を最大にするには、

現実には、国債の流通玉 220 兆円、FB 20 兆円等オペレーションに十分な額が市場にあると思うが、オペレーションの円滑化や昨年見られたジャパンプレミアムの再発防止の観点から、更なる FB 市場の拡大と国債の発行期間の多様化が重要である。

積み上 1 兆円（日々の資金需要を 1 兆円上回る日銀の資金供給）と言われれば、全市場参加者が素直にゼロ金利と思いつく現在の短期市場より、モラルハザードを排し、もっと多くの見方が交錯する「運用に魅力のある短期市場」の方が望ましい。

金融が必要以上に締めすぎる等金融政策の振れについては、量的緩和を短期の政策ではなく中期の政策として運営するのであれば、問題は少ないのではないか。一方、踏み込んだ金融政策は、実態経済への波及経路等に十分な実証がなく、成果の出方や副作用如何では日銀への信頼感が低下するとの懸念も多い。これに対しては、国民全体で、そのリスクを日銀と共に背負う仕組みがいる。例えば、イングランド銀行の物価ターゲット運営のように、その運営実態に加え、予想した効果が異なった場合の原因分析等を定期的に国民に報告する方策もある。たとえ短期的に目標からずれても、その意思決定の過程がオープンになっていれば、日銀への信頼をむしろ高めよう。

すなわち、これから先の金融政策は、とった政策波及の道筋が明確に見えるような政策は存在せず、政策効果の発現は国民の「期待」に

うまく働きかけられるかにかかっている。その期待醸成がうまくいくかどうかは市場・国民と

日銀の信頼感の度合いで決まると考える。すなわち、量的管理政策や金利政策の中で、少しでも効果的な量的緩和を進めようとするのであれば、短期市場の効率化と日銀の信頼が高まる仕組みを同時に導入する必要がある。

また、効果はあるがリスクの高いような金融政策に踏み込む最終決断は、前述のように政策効果の見極めが十分できない中では、政策の効果論より、むしろ金融政策に更に重きを置かねばならない蓋然性があるのか、またそれに耐えられるだけの日銀の体力があるのかを見極めることが現実的には重要であろう。

### 3. 財政より金融政策のリスクを敢えてとる

日本銀行が「長い目を見た物価の安定を通じ、国民経済の健全な発展に資する」、「効果との対比で副作用が大きすぎる政策は取らない」という運営方針は責任ある金融政策の運営主体として当然である。ただ、国民の目線で言えば、日銀や政治や官庁が打ち出す財政、金融、構造政策の効果もコストもそしてリスクもすべて国民が被る。その中で、財政の状況が危機的と推察される一方、将来の収支ビジョンが示されない現実がある。日銀の独立性は尊重するにしても、金融政策の中だけで効果と副作用を論じる状況は既に過ぎ、財政政策も含めた財政金融政策の組み合わせのなかで効果と副作用を考える段階になっているのではなからうか。

報開示が少ない中で、99 / 1月の大蔵省の中期財政見通しを基に、将来の財政収支を大まかにシュミレーション（2000年0.7%、2002年以降2%弱の名目成長率、現在の低金利で借り換えが進むことを前提）してみた。その結果は、プライマリーバランス（国債費を除いた歳入と歳出の均衡）は10年後の20

08年でも6.3兆円の赤字とその達成は依然見込めない。毎年の赤字と借換え債の増加を考えると国債発行残高は2008年に現在の340兆円が530兆円に増大する。これに地方の長期債務や今後出てくるであろう財投債等を加えた日本の長期債務は1000兆円を超え、GDPの約2倍の規模になる。

仮に成長率を2%上昇(名目4%弱の成長率)させたとしても、5年後の2003年で、財政赤字の圧縮は全体の1割にも満たない。この時のプライマリーバランスは10年後にかりうじて達成ということになる。ただ、社会保障制度の改正内容如何だが、試算では0%とされている社会保障給付の増加を+4%と見込めば、先程の成長率の2%上昇効果も完全に相殺されてしまう。(前ページ、図表-2)

単に財政赤字の大きさだけを問題にしているわけでわない。大きな貯蓄超過や人口の伸びの大きい国は中期の成長のためにはむしろある程度の財政赤字が望ましい。その目処を立てるため、井堀東京大学教授の理論をベースとした当研究所の最適財政収支モデルで現在の国民貯蓄と人口成長率から許される財政赤字のGDP比を計測した。結果は約8%であり、現在の財政赤字水準はこの上限に張り付いている。しかしながら、今後の高齢化に伴う貯蓄率

図表 - 最適財政赤字の試算(対GDP比)

		貯蓄率	
		30.0%	25.0%
人口 成長率	0.20%	8.02%	1.55%
	0.15%	8.06%	1.59%
	0.10%	8.09%	1.62%
	0.05%	8.13%	1.66%
	0.00%	8.17%	1.69%
	-0.05%	8.21%	1.73%
	-0.10%	8.24%	1.77%
	-0.15%	8.28%	1.80%
	-0.20%	8.32%	1.84%

の低下を考えれば財政赤字のGDP比は1.8%程度(8兆円)まで早急に押さえる必要がある。現在の一般会計ベースの財政赤字が20兆円を超える状況が続くのは異常である。

恐いのがそれに伴う長期金利の上昇だ。我々の長期金利モデルから財政悪化に伴う金利押し上げ効果(財政プレミアム)を測定すればその上昇幅は1.5%に達する。また、このモデルは、過去の個人貯蓄が大きかった頃の構造を反映しており、2007年頃の新規年金受給者の激増と日本の貯蓄投資バランスの急速な悪化を目にすれば、金利の上昇はこの数字以上に大きくなろう。国民にとっては、追加金融政策のリスクも低くはないが、今、痛みは感じない財政のコストやリスクのほうが更に高いように

図表 - 中期財政シミュレーション

(単位兆円)

ベースラインナリ		98年度	99	2000	(昇後) 2001	(昇後) 2003	(昇後) 2008
国債費		18.2	19.8	18.3	18.4	19.9	24.8
	利払い費	12.3	11.1	11.2	11.5	12.3	15.5
地方交付税		14.3	13.5	14.9	15.7	16	17.8
一般歳出		55.5	48.5	46.9	46.9	46.9	46.9
	社会保険料給付	14.8	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1
	公共事業	14.1	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4
歳出合計 (= 歳入)		88	81.9	80.1	81	82.9	89.4
歳入	税金、その他	54	50.8	49.7	51.5	53.1	58.4
	公債金収入 (= 不足財源)	34	31.1	30.4	29.6	29.8	31.1
財政赤字 (一般会計ベース)		28.1	22.3	23.3	22.7	22.1	21.8
	プライマリーバランス	15.9	11.2	12.1	11.2	9.8	6.3
国債発行残高		311	338	366	390	426	532
前提名目成長率(%)		2.1	0.1	0.9	1.2	1.8	1.8
シミュレーション結果	成長率 + %	-	-	-	+0.7	+1.3	+4.2
財政収支変化額	成長率 + %	-4	-	-	+0.7	+1.8	+5.9
(は悪化兆円)	社会保険給付 + %	-	-	-	0.5	1.3	3.3
	社会保険給付 + %	-	-	-	1.2	2.8	6.0

思う。次の政策として、金融政策にウェイトがかかることはやむなしと考える。

#### 4. 毀損とは縁遠い、健全性の高い日銀 B / S

長期金利の政策目標化や国債の買い切りオペに集中したりザーブ増額等を排除する理由に 財政の節度と 日銀の B / S 毀損がよくあげられる。では、健全な B/S の大きさと質とはどういうものなのだろう。内外の市場参加者がその信頼感の拠り所となる日銀 B / S の客観的な健全性基準は示せないのだろうか。日銀の B / S 規模は 70 兆円 (H11.7.10 現在)、名目 GDP 比で 14% と Bundesbank の 10%、FRB の 6.5% と比べれば確かに大きい。ただ、14% と 10% の差がその中央銀行の発行通貨を良貨と悪貨に分けるとも思えない。一方、自己資本比率は日銀の 3.1%、FRB 2.2%、Bundes 1.3% と高い。また、通貨が国全体の信用度を表わすとすれば、日本の IS バランスの GDP 比 +3% や公会計に不十分な部分があるにしても、一般政府の正味資産 428 兆 (97 年末) を持つ国の信用がないともいえまい。

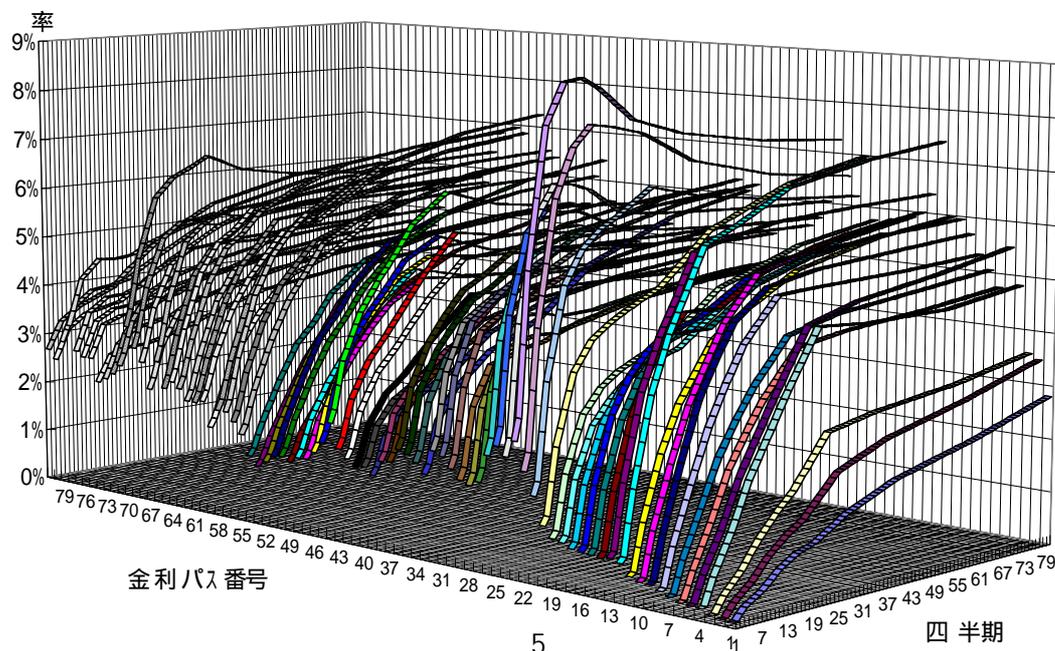
そこで、一つの試みとして、日銀 B/S を中央

銀行だからと特別視するのではなく、その健全性の判断を、最大の資産項目ある国債ポートフォリオの価格変動リスクに焦点を当て、ALM 的に健全性を計測してみた。具体的には、資産は、債券だけとし、そのポートフォリオは過去のおペの累積から推計、100 通りの金利のパス(図表 - 4)を走らせ、負債(ここでは 0%)を下回る債券時価の変化を計測する。それが、自己資本と毎年の剰余金の範囲内で収まる確率を求めてみた。債券の満期償還については期間 10 年の新発国債の同額購入を想定した。

一方、日銀の自己資本は、2.2 兆円、ここ 3 年間の平均剰余納付金は 1.1 兆円、これらを併せた広義の自己資本額は約 3.3 兆円となる。それに、生保大手 4 社債券含み益率 3.7% (99/3 末) により疑似計算した日銀の債券含み益 2 兆円が別途存在する。当社の ALM モデルで計算すると、日銀の保有国債 54 兆円の金利変動リスクは、2.5 兆円程度で、最大となる 3 年後に 3.5 兆円、5 年後 2.3 兆円となる。含み益をまったく考慮せずとも、破産する確率は 1% 以下となる。格付け機関や、市場関係者がメルクマールにする国際優良銀行の破産確率の目処は 2.5% 以下であり、圧倒的

図表 - 4

日本国債の金利期間構造モデル



に健全である。従って、日銀 B/S が国債の買いオペの増額等取れる政策の幅を制約するとは考えにくい。

**5. 当面の為替と中期の金融政策の枠組み検討が重要**

金融政策への期待とそれを実行できる日銀の体力があることから、基本的には、とれる金融政策の幅を狭める必要はない。

ただ、IS, LM 曲線の形状と安定度の計測ができない以上、現行の金利政策から、マネーサプライを軸とした「量的管理政策」にいきなり踏み変えることはむずかしいかもしれない。

量的管理に踏み込まずかつゼロ金利の中で実効性のある政策は、LM 曲線の勾配をあげるすなわち信用リスクを取れる銀行だけ残す政策とマネーの供給量をもう一段増やし、5つのルートのうち実体的に効果があるルートへの間接的に働きかける政策であろう。その代表が為替ルートへの影響である。

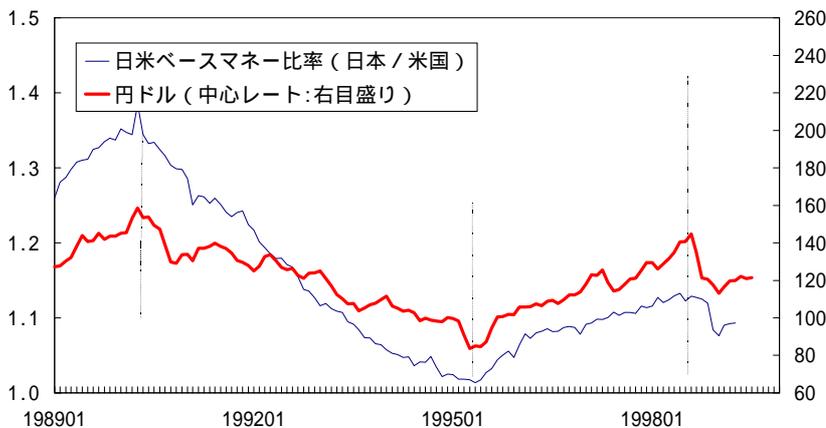
計量分析は不可能といわれる為替だが、特殊なフィルターにかけるとトレンドと転換点が明確にある。当研究所が開発した「ニッセイ為替インデックス」は3ヶ月の先行性を持って、その転換点を示すが、モデルの説明変数の多くは日米のベースマネー格差等の金融政策要因である(図表-5)。いわば、完全ではないが、ある程度金融政策により為替への影響が可能なことを示している。ただ、それは、短期的な効果しかない為替市場への直接介入ではなく、中期の金融政策によってである。

従って、現実的な政策は、ベースマネーのもう一段の増大による金融緩和の期待醸成とそれによる為替への影響となろう。

ただ、仮に下半期に大きく景気が反落するような場合、財政出動と日銀への政治圧力は増大する。その時、残された方策は債券市場の需給期待に訴える戦略のない国債の買いオペ増額と国債の個人消化の推進ぐらいかもしれない。金融政策のラグを考えれば、今局面では実質為替政策を進めつつ、同時にインフレターゲット等日銀への信頼を更に高める新たな金融政策の枠組みについて、今、国民的議論を進めるべきである。

図表 - 5 日米の金融政策が為替に影響

(円)



(資料) 日本銀行「金融経済月報」他

- ・ 本レポート記載のデータは各種の情報源から入手、加工したものでありますがその正確性と完全性を保障するものではありません。
- ・ 本レポート内容について、将来見解を変更することもあります。
- ・ 本レポートは情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。なお、ニッセイ基礎研究所に対する書面による同意なしに本レポートを複写、引用、配布することを禁じます。

Copyright © ニッセイ基礎研究所 1996 All Rights Reserved