

デフレ後の金融政策¹

バブル崩壊に学ぶ

一橋大学

清水ゼミ

吉田直樹 星野寛人 庄村光太郎

2005年12月

¹本稿は、2005年12月3日、4日に開催される、ISFJ(日本政策学生会議)、「政策フォーラム2005」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、清水教授(一橋大学)をはじめ、多くの方々から有益且つ熱心なコメントを頂戴した。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿にあり得べき誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。

要旨

デフレ脱却期待と同時に、日銀がこれまで行ってきたゼロ金利政策の解除、いわゆる「出口政策」を巡る議論が活発化している。私達は何故日本経済がデフレに陥ったのかを検証し、その後出口政策の行方と、デフレ脱却後日本が取るべき経済政策を論じていきたい。

第1章ではデフレの直接的原因となったバブルを招いた理由、バブルが崩壊した理由を検証し、我々の「過去から学ぶ」というスタンスを明確にする。

第2章では現在形成されつつあるデフレ脱却世論の下、「デフレ後」の経済政策として望ましい経済政策を概観していく。

第3章ではデフレ後の経済政策として「マネーグロースターゲティング」を提唱する

第4章ではバブルを招いた理由の一つである「裁量的金融緩和政策」の弊害を検証し、ルールと世論形成の必要性を検証する

第5章ではデフレの長期化を招き、同時に金融市場の自由化を損なっている現行のB I S規制のデメリットと、その撤廃を訴える。

目次

はじめに

第1章 何故バブルは発生したのか

第1節(1.1)長期金融緩和と負債デフレ理論

第2節(1.2)バブルの崩壊から学ぶこと

第2章 デフレ脱却後に向けて

第1節(1.1)量的緩和の解除とデフレ脱却後の経済政策

第3章 マネーグロースターゲティング

第1節(1.1)合理的期待理論

第2節(1.2)金融政策からの裁量の排除

第4章 中央銀行の独立性の確保

第1節(1.1)裁量とルール

第2節(1.2)中央銀行へのクレディビリティ

第5章 BIS規制

第1節(1.1)BIS規制の不毛

第2節(1.2)国際社会に訴えるべきBIS規制撤廃

はじめに

「賢者は歴史に学び、愚者は体験に学ぶ」と言う。一時期あれほど世相を騒がせていた「バブル後」や「デフレ」と言う言葉は、いまやあたかも最初から無かったものかの様にマスメディアから姿を消しつつある。しかし私達は紛れも無くその二つの経済状況を体験したのであり、またわが国もそれによって「失われた十年」とさえ表現される多大な影響を受けた。私達は物価の安定こそが金融政策における最大の目標である、と考える。ここに私達はデフレという経済状況の影響と、それを招いた理由であるバブルの崩壊のメカニズムを検証し、さらに物価の安定を達成する為にいかなる政策を取るべきかを考えるものである。

第1章 何故バブルは発生したのか

・長期金融緩和と負債デフレ理論

バブル発生の基本的原因は80年代初頭から続いた長期に渡る金融緩和政策にあった。それを引き起こした原因が、第2次石油ショックによる不況、85年のプラザ合意による政策運営、その後の一年間余りの間に約60%にも達する円高、及び87年の米国における株価暴落後の国際政策協調などであった事は既に周知の事である。わが国では、資源の不足を背景に「加工貿易による輸出の維持・拡大こそが日本経済を維持する方法である」、とのコンセンサスが生まれやすく、従って円高に対して強い抵抗感があり、円高対策として伝統的に金融緩和政策が取られているのである(3章にて後述)。80年代の円高は一時的な実質所得の増加をもたらした。恒常所得仮説によれば、一時的所得の7、80%は貯蓄される。それが当時最も高い収益性をもっていた不動産と株式の投資へと向けられたのである。ここに後のバブルと大不況を生んだメカニズムを説明する「負債デフレ理論」が登場する。米国の経済学者、フィッシャーの唱えた「負債デフレ理論」とは以下の通りである。まず、大不況に先立って、何らかの原因によって巨額の利益が期待できる投資機会が生まれ大規模な投資や投機が行われるが、それが借り入れによって実行され大規模な負債が生まれる。そこで、収益見通しに関して何らかのショックが生じると、過大な負債の返済のために資産売却が始まる。それによって銀行借入れが返済されると今度は預金の縮小が起り、貨幣の量が減る。また、ろうばい売りが財・サービスの価格下落を引き起こす。これはさらに一層の貨幣の量の減少と価格下落を加速させ、企業の純資産や利益が圧迫される。それは生産量、取引、雇用の低下をもたらし、損失、倒産、失業を生む。弱気と自信の喪失が支配的となり、銀行は自衛のために貸し出しを控え、貨幣の量は一層減少する。これらの結果、名目の金利から物価変動率を除いた実質金利や、返済に不安のある貸し出しの金利は上昇する。こうしたプロセスがさらに繰り返されて、預金の取り付け、タンス預金の激増、銀行倒産、破産、一層の資産売却、資産価格の下落が進み大不況に陥る。これらは80年代後半の日本におけるバブル期とその崩壊のメカニズムを適切に説明している。さらに言えば日銀はCPIのみを見てインフレではないと判断し、GDP成長率に比して課題な貨幣成長を見逃した。バブルだと気づいても、景気減速を嫌う旧大蔵省の影響で早期の対策が取れなかった事も理由として挙げられる。また、バブルが崩壊し、不況とデフレにつながった要因は次の通りである。バブルへの対処が遅れた後に急速な金融引き締めを行った事。また、総量規制により不動産関連会社への融資を制限した事。いずれも市場が予期せぬ(予期されていない)ことを突然行った事によりバブル崩壊のきっかけをつくり、急速にマネーサプライの収縮を起こした。特に後者は自由市場を否定しているという点でおろかな政策であった(第3章にて後述)。

・バブルの崩壊から学ぶべきこと

私達はバブル崩壊から以下の事を教訓とすべきと考える

- ・一般物価水準のみでは経済指標としての正確性を欠く
- ・貨幣成長率を常に適正水準に保つ
- ・裁量的な金融政策は望ましくない
- ・市場の期待を裏切る政策を急速に実行してはならない

第2章 デフレ脱却後に向けて

・量的緩和の解除とデフレ脱却後の経済政策

景気が回復基調に乗る中、量的緩和政策の出口を模索する議論(出口政策)が始まっている。名目金利ゼロの下、日銀が無制限にマネーを供給するという現状の金融政策を正常化するためにはどうすればよいのだろうか？

90年代後半、預金金利がほぼゼロとなってから日銀は従来の金利を手段とした経済調整を取れなくなってきた。そこで01年度3月から始まったのが量的緩和政策である。金利に代わり、民間銀行の保有するマネーの量を増やす事で消費及び投資を刺激しようとしたのである。具体的には民間銀行が手元に保有する目標量を決め達成されるまで日銀が貸し続けといったもので、現在その目標量(日銀当座預金残高)は30兆円から35兆円にもものぼる。しかしながら、金融機関は資金を新たに融資したり投資したりするよりは国債の購入に当てる事を選択している。事実日銀の資金供給オペレーションでは札割れが起こっており、民間金融機関に十分な資金が行き渡っている事、国債以外の運用手段が難しいと見られている事を示している。また大企業の資金調達能力及び手元流動性は高く、金融機関から新たに借り入れる余地は小さい一方で、中小零細企業に対する貸付は金融機関自身の信用状態の問題から控えられている。さらに、日銀の当座預金残高を増やすだけでは民間の経済活動にさしたるプラスの効果を与えないだけでなく、日銀が供給するマネーが国債にまわって国債金利を大きく引き下げている現状においては政府の国債発行による金利負担が著しく低下しており、政府にさらに国債発行残高を積み上げるインセンティブを与えている。量的緩和の結果として財政の規律を損なっているのである。2004年度末の時点で国債残高は540兆円にも上り、将来の増税に対する予測から国民は将来に対する不安感を持ち、消費にまで悪影響を及ぼしていると考えられる。

早晩量的緩和は解消されうると私達は考えている。日銀総裁やその周りから徐々に量的緩和を匂わせる発言が続いているのは、市場が量的緩和解除のコンセンサスを形成する事を待ってのことであろう。

即ち量的緩和の解除は市場と中央銀行の両者が「もはやデフレではない」との判断を下したサインとなるのである。デフレ脱却の胎動を感じる現在、バブルを教訓に以下三章に渡りデフレ後に望まれる経済政策を提唱していきたいと考える。その三つとは

- ・マネーグロースターゲティング
 - ・中央銀行の独立性の確保
 - ・BIS規制
- である。

第3章 マネーグロースターゲティング

デフレ脱却を前にして量的緩和の出口政策の議論がされているが、デフレ脱却後に求められる金融政策とはどのようなものか。日本はバブルと今日まで続くデフレを経験した。このような経済や物価の不安定を繰り返さないためにはどうすれば良いのか。人々が安心して経済活動を行うためにベストな金融政策の仕組みを考える。

私たちの結論は M3 ベースの GDP 連動マネーグロースターゲティングである。なぜならば、マネーサプライコントロールと人々の期待が経済、物価の安定に最重要な要素だからである。

マネーグロースターゲティングでは中央銀行が前もって次の年の貨幣成長率をアナウンスする。原則として貨幣成長率は中央銀行が望むインフレ率とコンシスタントになるように設定し、設定された貨幣成長率を達成することは中央銀行の最も重要な目標となる。マネーグロースターゲティングの目的は政策手段を縛る事ではなく、「物価の安定、金融システムの安定」という目的を可視的な目標にブレークダウンすることによって、金融政策の失敗を防ぐと同時に人々の合理的期待形成を助けることである。我々は貨幣成長率を予想 GDP 成長率 + α % に設定する事を提案する。予想成長率では不確実だと考える人がいるかもしれない。しかし1年前の成長率を適用する事に比べれば良いし、バブル時に経済成長率にそぐわない貨幣成長率を裁量的に許してきた過去を考えれば、予想成長率の誤差が + 数% に収まるならば(成長率自体が数%である)、GDP 成長率の予想値を用いる事は十分に妥当であると考ええる。

インフレ率に直接目標を置かないで貨幣成長率に目標を置く理由は、バブルやその後の負債デフレを防止するため、また金融政策における裁量の余地を制限することである。

直近のバブルの発生要因は次のとおりである。急激な円高のために輸出関連企業の手元流動性が高まり、当時は継続的に上昇することが期待されていた各資産に多量の資金が回ったため資産価格が高騰した。さらなる資産価格上昇を期待して不動産関連会社が借り入れによるファイナンスで不動産に投機をした。また、日銀は CPI のみを見てインフレではないと判断し、GDP 成長率に比して課題な貨幣成長を見逃した。さらに円高対策や国債経済政策協調のために金融緩和を継続した。バブルだと気づいても、景気減速を嫌う財務省の影響で早期の対策が取れなかった。

バブルが崩壊し、不況とデフレにつながった要因は次である。バブルへの対処が遅れた後に急速な引き締めを行った事。また、政府の規制により不動産関連会社への融資を制限した事。いずれも市場が予期せぬ(予期しきれていない)ことを突然行った事によりバブル崩壊のきっかけをつくり、急速にマネーサプライの収縮を起こした。特に後者は自由市場を否定しているという点で愚かな政策であった。

日本のバブルとそれに続くデフレと不況はフィッシャーの負債デフレ理論のとおりである。以上の事実を基に考えると、バブルの教訓とは次のとおりである。

- ・ 一般物価水準だけを見ては政策を誤る
- ・ 貨幣成長率を常に適正水準に保つことが必要
- ・ 不況対策などのように裁量的な政策運営はするべきではない
- ・ 市場の期待を裏切るような政策を急に実行してはいけない
- ・ 自由経済を否定してはいけない
- ・ 日銀は政府から独立している必要がある

以上の問題点のうち、マネーグロースターゲティングは多くの部分を解決する。インフレ率を直接目標にするのではなく貨幣成長率を目標に設定する事によって一般物価を安定させるだけでなく資産バブルを防ぐからである。資産バブルを防ぐ事は最終的に物価の安定と金融システムの安定に不可欠なことである。また、GDP成長率に貨幣成長率を連動させて目標設定するというルールを導入することで裁量的な政策を廃し誤った政策を防止すると共に、人々の期待形成を容易にし、安定した経済環境を実現できるのである。また日銀の独立性は日銀法改正により担保されたが、さらにルールの導入によって政府や世論の圧力により日銀は影響を受けにくくなる。自由経済を否定しないことは特に政府に求められることである。裁量的政策に対してルールに基づく政策が優れていることは第4章で再度指摘する。

マネーグロースターゲティングは1970年代に世界でインフレと失業が同時に問題となったときにいくつかの国で導入されたことがある。ドイツ、アメリカ、カナダ、イギリス、スウェーデンなどである。ドイツはインフレの加速後1975年に導入し、1999年のヨーロッパマネタリーユニオン結成までこの政策を継承し、ドイツの中央銀行は大多数の年でターゲットを達成してきた。この政策が導入された後のドイツの通貨価値は安定し、事実上、ユーロはマルクがヨーロッパ中に流通したようなものとさえ言われる。

一方で、ドイツ以外で一度マネーグロースターゲティングを導入した国のうちの多くは途中で中止したり、あるいはインフレーションターゲットに移行したりした。ドイツの中央銀行はヨーロッパセントラルバンク(ECB)にその権限を委譲したが、ECBはマネーグロースターゲティングの役割をいくらか残した形のインフレーションターゲットを使っている。ドイツ以外の国がマネーグロースターゲティングを好まなかった理由は何であろうか、あるいはマネーグロースターゲティングのデメリットとは何であろうか。

アメリカ合衆国を例に取る。アメリカ合衆国はやはりスタグフレーションに悩んでいた1970年台中盤の1975年にマネーグロースターゲティングを試し始めた。FRBはM1、M2、M3それぞれについてターゲットを設定してアナウンスした。しかしFRBは三つのターゲットを同時に達成するという芸当を達成できず、しばしば大きくターゲットをはずした。多くの国と同様に1980年代初期にはインフレーションを抑えることができたが、経済成長率と失業率は不安定であった。実際、1980年代初期にはドイツを含む多くの国はマネーグロースターゲティング採用期間中に急速な失業率の増加を経験した。これにがっかりしたFRBは1982年から徐々にインタレストレートターゲットに重点を移し、2000年にはマネーグロースターゲティングを完全に廃止した。FRBは、1970年代と1980年代には金融システムの急速な変化によって貨幣需要が極めて不安定で予測不能になったためマネーグロースターゲティングは効果的な政策ではなくなったと説明している。また同様の理由でカナダとイギリスもマネーグロースターゲティングを中止している。ドイツでは規制された金融システムのためにこのような問題が小さかったと言われている。

経済成長率と失業率が不安定になったという問題はなぜ起こったのだろうか。インフレーションが収まったということはマネーサプライの増加率が低減したと言う事を意味する。ISLMフレームワークと短期的フィリップスカーブから考えれば当然、マネーサプライの増加率の低減あるいはマネーサ

プライの縮小は一時的に不況と失業率の増加を招く。しかし、しばらくすると価格調整によって経済が長期均衡に達する。その後は安定した物価と同時に安定した経済成長が望めるのである。高インフレーションからのマネーグロースターゲティングの導入は一時的な経済的混乱を引き起こす可能性がある。またデフレーションからでは一時的な好況を引き起こす可能性がある。しかし物価安定時に導入するならば大きな経済的攪乱要因にはならないのである。

次に、中央銀行がマネーグロースターゲティングをやめる説明として取り上げた貨幣需要のボラティリティの増大について考えたい。貨幣需要がしばしば予期されない変動をした事に関しては多くの説明がなされてきたが、多くの経済学者が強調する要因は1970年代と1980年代に起こった金融のイノベーションと金融システムの変化である。すなわち、比較的高い金利を生みながら流動性の高い金融商品がいくつも開発されたことやその他の金融技術により、狭い定義でのマネーサプライは予期せぬ動きを見せた。M2は大きく変動したM1に対して比較的小さな変動であったが、それでもファンドブームなどより予期せぬ変動をした。これらのようなイノベーションや規制緩和、あるいは大幅な税制改正や直接金融市場の発達などにより人々のアセットアロケーションが変化し、従来のマネーサプライの定義ではアセットマーケットの状態を正しく把握することが難しくなる場合がある。したがってM3のようにはじめからマネーサプライの定義を広く取っておくと同時に金融市場を常にウォッチし、新しい変化が起こったときには流動性の観点からマネーサプライの定義を変化させていく事が求められる。

さらに、マネーグロースターゲティングにおいてはターゲットをはずすこと自体が一番大きな問題である。FRBでは3つのターゲットの設定と言う非現実的な目標設定をしたことが失敗の一つの理由であるが、ターゲットをはずすもうひとつ主要な要因が国際経済協調政策である。実際、ドイツが例外的にターゲットをはずした例のうちの一つが1978年にドルを強くしようとした国際経済政策協調の影響でターゲットをオーバーショットしたときである。国際経済政策協調は日本のバブルにもつながった問題であり、マネーグロースターゲティング採用期間中の各国のミスショットや経済的不安定にも影響していた可能性がある。国際経済政策協調などの裁量的政策はルールを盾に拒否すべきものである。

では、もう一つの選択肢であるインフレーションターゲットを検討する。現在アメリカ合衆国は低インフレを強調するにとどまっているが、ニュージーランドをはじめカナダ、イギリス、オーストラリア、ブラジルなど現在多くの国がインフレーションターゲットを採用しており、採用されて期間の短い政策ではあるが今のところ実際にインフレーションを抑える事に成功している。インフレーションターゲットでは生産高や他の経済変数を安定させるために金融政策を使うことを排除しないが、中長期的には目標のインフレ率を達成することが最重要課題であることを表明するものである。この政策の特徴の一つは貨幣需要の変動に対してマネーサプライの増減で対応することが可能な事で、実際、多くの国々は短期的にはインタレストレートターゲットをする事によってミナラルなショックに対応している。また、人々に対して中央銀行が何を目標しているのかを理解してもらうことがより容易になることがメリットである。M3よりもインフレ率の方が理解しやすいと思われるからである。

以上のようなメリットがあるものの、マネーグロースターゲティングに比べて以下のようなクリティカルなデメリットがあるので私たちはインフレーションターゲットを推薦しない。その一つは、この政策は限定されているとはいえ裁量の余地があると言うことである。中央銀行が短期的な景気変動に対して金融政策によって対応しようとする、かえって変動を拡大させる可能性が高い。また物価の変動に対応しようとしても各政策行動の効果が現れるまでには大きなラグが伴う。結果としてインフレーションターゲットにヒットさせるためにはいつ、どの政策を採ればよいかという判断が困難になり、人々もヒットさせることができるのかどうかを容易に信用できない可能性がある。然るに結局はマネ

一サプライを安定させることが重要になるのである。もし、その時々で裁量的な政策を行えば目標を大きくはずしてしまい、信用を損なう可能性もある。それにもかかわらず最終目標である一般物価（例えば CPI）を主要な判断基準にして政策決定をしていると過剰な金融緩和を見逃し、資産バブルを見逃す可能性がある。また政策金利を低く設定しているとさらにその危険性は高くなるのである。さらに、インフレーションターゲットは原油高や技術進歩による生産性上昇など、ミナリ以外の影響による価格変動に対して対処する必要があるが、ミナリ以外の価格変化に金融政策で対応することは適切な資源配分と経済的インセンティブをゆがめる事から望ましくない。

インタレストレートターゲットについても以下のようなクリティカルな問題がある。まず一つは短期金利に比べて各経済主体の意思決定に重要な役割を果たす長期金利のコントロールが難しい事が上げられる。また、金利を市場原理から切り離し政策的に決定してしまう事に関する問題点である。インタレストレートターゲットではミナリなショックに対しては基本的には対応できるとしても、経済に実質的なショックが起こった場合に均衡状態を維持することができなくなったり、ショックの影響を拡大したりすることがある。さらに、金利に市場原理が働かない場合、とりわけ低金利状態を継続するときの問題点として財政の規律低下がある。金利負担が低く、財政支出による民間投資のクラウドアウトが問題にならないとき、政府は国債発行の強力なインセンティブを持つ。積み重なった国債は将来世代の負担増につながると同時に経済の不安要因、潜在的なインフレ圧力となる。最後に、経済に予期せぬマネーサプライの増加のようなミナリなショックが起こった場合にも、その資金が債権に回らず株式や不動産などの資産に回った場合必ずしも各資産の利回りは低下しない。したがって設定利子率が意味を成さない上に、株式や不動産などの利回りまでを規制することはできないのでバブルを見逃す可能性がある。このようにミナリなショックに対しても利子率を一定にすることで対応できるとは限らないのである。

以上のことから、私たちは日本のデフレ脱却後の政策の枠組みにはマネーグロースターゲットを採用すべきだと考える。ただし、適正なマネーサプライ増加率を守るために貨幣成長率を GDP に連動させると言うのが私たちの主張であるが、急速なマネーサプライの拡大、収縮の後で価格調整が済んでいないと考えられる場合にはマネーサプライの絶対水準を考慮して貨幣成長率を決める必要がある。このために、経済成長率に連動する貨幣成長率か、3年前までのマネーサプライ水準を回復するのに必要な成長率を選択できることを留保しておくことが望ましい。また、構造的なデフレに陥ったときには特別な政策を採る事が必要になる。構造的なデフレの状況下で経済成長率に連動させて貨幣成長率を設定しているとデフレスパイラルを抜け出せなく可能性があるからである。したがって構造的なデフレ経済の下に限ってはデフレ脱却までマネーサプライを無制限で拡大できることを留保しておくことが望ましい。

第4章 中央銀行の独立性の確保

・裁量とルール

フリードマンによれば金融政策が効果を及ぼすまでの期間は一般に生産量に関しては6～9ヶ月、価格に関してはさらに6～9ヶ月であり従って名目所得に影響が及ぶまでは約1年から1年半の期間が必要となる。

ここで第1章でも取り上げたバブルの崩壊をもう一度見てみよう。

わが国の金融政策の基本的なスタンスは、為替レートが上昇すると円高と景気への影響を避ける為に、金融緩和と低金利政策が取られる、というおのであった。この一見もつともに見える政策も、しかしやはり裁量に基づいたものであった。

・金融緩和に関して

通常円高に対して金融緩和政策が取られるのは円高による輸出の減少とその景気への悪影響を避ける為とされている。しかし現実の経済の中で円高が即輸出の減少に繋がるという単純な関係は成立しない。

経済企画庁の発表した「企業行動アンケート」の「為替レートと輸出採算レート」によれば85年以降の急激な円高に対応する為、採算ラインが86年には207円だったものが88年には141円、89年には128円まで低下している。この様に輸出企業は高度な円高適応能力を持っている事がデータで証明されているのだが、円高不況対策としての金融緩和は、このような企業の能力を見落とし、更に円高による輸入原材料価格の低下による実質所得の増大の影響を見落とし、結局大きなインフレとその後続く不況を招くことになったのである。

・低金利政策に関して

円高時に金融緩和政策が取られるもう一つの理由は、金利を低下させることで長期・短期の資本流入を抑制して一層の円高を防ぐ為である。87年の米国の株価暴落以降、それに伴う世界同時不況の防止を目的として国際政策協調に基づき、日本の低金利政策が継続されたのはまさにこの為である。金融政策は内外金利差を調整し、それによって為替相場に影響を与えるために用いる—そのような政策運営が世界の政策担当者間で常識となっていたのである。しかし、国際資本移動は数多くの影響下にあつて単純に内外金利差をコントロールすることによって左右できるようなものではない。長・短期資本収支と日米金利格差を見てみると、長期、短期のいずれも資本収支は短期的に極めて不規則に変動しており、資本収支と金利差の間に体系的な関係は観察されない。

前述のように80年代後半のバブルを引き起こすことになった基本的な原因は円高に関して「円高不況対策」の行われることが常識化している環境の中で、金融緩和政策に円高防止や円高不況対策といった、本来効果が発生するまで一年以上かかる金融政策を割り当てるべきでない「短期的な目標」の追求が当然のように期待され、政策当局もそれに答えざるを得なかったという事情にある。つまり80年代は短期的目標を追及した裁量的政策運営の欠点が典型的に現れたのである。

この様な裁量政策の問題点は周知のものとなっているが、しかし現実の政策担当者は世論や政治的圧力の影響を受けやすい。今すべきは全ての人がバブルの経験から学び、金融政策の限界を知りそれに対して過大な期待を抱かないような世論と常識を作り上げる事だろう。フィッシャーの指摘するように金融緩和は過大な負債発生とその後の大不況を生む最大の原因である。誰も大きな利潤機会を生む金融緩和には賛成する。しかしそれを相殺する以上のコストを後で払わなければならないことは余り知られていない。それゆえにこそ、金融緩和政策はその時々々の景気対策に裁量的に使うべきではないと私達は主張する。

・中央銀行のクレディビリティ

裁量的な政策が行われている以上、何かの経済的なショックや問題が起こるたびに常に、金融緩和に向けての世論や政治的な圧力が生じる。

特に、日銀のように総裁に権限の集中している組織となると、組織としてもまた総裁個人としても、圧力を避けようとする為、かえって裁量的な政策運営に走るという恐れがある

だが、ドイツのように第一次大戦後の超インフレに端を発する悲劇的な歴史に学んで慎重な金融政策に終始し、大きな問題を回避してきた国も存在する。なおバブルの崩壊、それを招いた政治的圧力への反省から生まれた日銀の独立性を担保する「新日銀法」が98年に改定された。旧法に比べて多分に中央銀行の独立性を担保する内容となっている。中央銀行の独立性は、政府ないし議会からの独立性である。日銀の場合もそもそもその創立理由は、国の財政と銀行券の発行を切り離すことにあった。すなわち政府債務の貨幣化を避けることに最大の理由があった。さらに、中央銀行の独立性は、一国の通貨は、本来自由な貨幣契約によって生まれ、何人もその自由を侵すことができず、政府によってさえもこれを勝手にすることができないという「不可侵性」(S. H. フランケル「貨幣の哲学」)に根ざすものである。

我々はバブル以降の経験から学び、安易な金融緩和歓迎論を自粛する世論を形成する必要がある。かつ金融政策は万能ではなく、従って現状の経済情勢の責任を日銀に帰すと言う安直な責任論を捨てるべきである。

第5章 BIS規制

・ BIS規制の不毛

銀行のリスク管理は、経営戦略によってさまざまな形をとる。例えば、リスクは高いが高収益の期待出来る投資銀行業務を主とする銀行は、高い自己資本比率を保たないと市場から信用されないかも知れない。逆に、コストのかかる高度なリスク管理体制を持たない銀行は、利鞘は薄い十分にリスクが分散される安全な貸出を中心に小売銀行業務に徹するかも知れない。この場合は、自己資本比率は低くてもよいと考えるであろう。自己資本比率が低ければ、信用拡張係数が高くなるので、薄利多売の経営戦略がとれる。小売銀行型である。反対に自己資本比率が高いと信用拡張係数が低いので、ハイリスク・ハイリターンを狙う卸売銀行型になる。このように、自己資本比率というのは銀行の経営戦略と表裏の関係にあり、リスクとリターンの組合せによって、さまざまな最適水準がある。この複雑な銀行の経営に対して、単一の自己資本比率を行政側が規制として強制するのは無理がある。これは過剰な「介入行政」である。銀行のリスクとリターンに関する経営戦略、それに対応したリスク管理体制と自己資本比率、結果として出て来る収益率と不良債権比率、これらは全部銀行が自己責任で選択すべき事である。そして、その適否を判定するのは、行政当局ではなく、市場であり顧客である。それによって株価が動き、顧客の数が決まる。その「結果責任」を経営者がとる。行政当局の仕事は、自己資本比率、収益率、不良債権比率に介入するのではなく、監督と検査によって、それらの諸指標に誤りがないかチェックし、その情報公開を促すことである。それ以上の経営介入をしてはならない。判定するのは「市場」であり「顧客」であって、「行政」ではない。銀行の破綻も自己責任である。行政の仕事は、その破綻が決済システム全体の不安定化を招かないように十分な流動性を供給することと、一ロ一千万円以下の預金者を保護するペイオフの実施である。これが「市場型」の金融行政である。日本の金融当局は、二〇〇六年三月に導入を予定して、現在進行中のバーゼル合意(BIS規制)見直しの国際論議の中で、一律の自己資本比率規制の撤廃を主張すべきである。「介入型」から「市場型」へ銀行監督の在り方を変えようというのは、世界の潮流であり、その流れに沿って、日本の主張を堂々と打出すべきだ。

以上見てきたように、不良債権比率も自己資本比率も、銀行が自主的に決めるべき大切な経営戦略の一環である。そして最終的には、その結果が収益性指標に現れ、経営者が責任をとる。

この三つの指標、不良債権比率と自己資本比率と収益性指標(例えばROE〈自己資本収益率〉、ROA〈総資産収益率〉)は、既に詳しく述べたように相互に矛盾する。

本来矛盾する三つの経営指標について、行政が数値目標を強制するのは民間市場経済への「過剰介入」である。矛盾する三つの指標についてはいろいろな組合せがあり、そのどれが適切かということは行政が判断する問題ではないし、そもそも判断する能力もない筈だ。

この組合せは、経営者が選択し、顧客や株式市場の投資家など広い意味の「マーケット」に判定してもらうことである。行政が行うのは、三つの指標に偽りがいないかどうかを検査して公表し、透明性を高めるところ迄だ。その結果、マーケットの判定で退場を余儀なくされる銀行については、預金者を保護し、決済システムの安定性を維持することに努めるのが行政の仕事である。公的資金を投入して、銀行経営を救うことはやめるべきである。このような「市場型」の金融行政に転換するなら

ば、銀行経営者の自律性が高まり、銀行の差別化が進み、リスクを取って融資する銀行が現れ、日本経済の復活につながるようになる。

・国際社会に訴えるべきBIS規制撤廃

BIS規制銀行は、まさに日本のバブルが崩壊して株価が暴落しつつあった一九九三年から発効した。この規制は、世界十大銀行を軒並み邦銀が独占していた一九八〇年代のバブル期に、薄利利鞘で国際金融市場におけるシェアを拡大し続ける邦銀の進出を危惧した欧米主要国の中央銀行主導で、邦銀の影響力拡大阻止を目的に制定された規制である。邦銀は伝統的に外部からの資金調達に依存して貸し出して、自己資本比率が低いことを知っていた欧米諸国が一致して、国際金融市場の安定性を確保するとの大義名分の下に、銀行貸出を中心とするリスク資産保有額を自己資本の一二・五倍(自己資本比率八%)に制限し、それを満たさない銀行には国際金融市場での活動を禁止する措置を採ったのである。自己資本には株式含み益の四五%が算入されることになっていたために、バブル時には容易に達成可能と見られていたこの規制が、株価暴落によって九〇年代の銀行貸出の大きな制約となった。海外で活動する大手銀行は貸出の抑制を余儀なくされ、貸し渋り現象が生じたのである。銀行貸出の圧縮は、もちろんバブル崩壊後の企業業績の悪化を受けた銀行のリスク管理の当然の結果という面もある。しかし、株価暴落を受けて、BIS規制達成のため大手銀行が貸出債権を圧縮に動いたのは事実であるし、それが業績の芳しくない企業に対する融資を断わる理由に使われた例もある。銀行の貸出抑制は直接にマネーサプライ増加率の低下に繋がり、デフレを一層進行させ長期化させる大きな要因となった。BIS規制は銀行の健全性維持のために導入された国際的な規制であるが、それが現実の制約になっているのは、邦銀だけである。もともと、邦銀をねらい打ちにした規制であったために、世界的に一律の八%という画一的な自己資本比率が、銀行の健全性維持にどのような貢献をするのかに関する理論的根拠はないといってよい。制度や歴史的背景、経済環境が異なるさまざまな国で、自己資本の計算方法に各国独自の部分が認められているとはいえ、八%という一律の自己資本比率を維持することで、銀行の健全性が保証されるはずもない。

日本が主張すべきは、日本だけが実害を経験した不毛なBIS規制の撤廃である。国際的合意というだけで、これまでのところ、日本政府や業界は本来主張すべき国益を、世界の舞台で堂々と主張をする勇氣を持っていない。日本経済の早期回復は世界経済安定のためでもある。金融自由化といいながら、実態は国際的合意の名の下に規制強化が進み、自由で競争的であるべき日本の金融市場の活力が奪われ、膨大な国益が失われているのである。

長期的視点から、本来なすべきことを勇氣を持って実行することこそ、日本の金融問題を解決し、マクロショックの担い手としての金融機関本来の使命を回復し、新たに強固で活発な金融制度を作るための基礎である。

参考文献

《参考文献》

- ・ 清水啓典(1997)「マクロ経済学の進歩と金融政策」(有斐閣)
- ・ 岩田規久男 (2000) 「ゼロ金利の経済学」 (ダイヤモンド社)
- ・ 小宮隆太郎 (2002) 「金融政策論議の焦点」 (日本経済研究センター)
- ・ 軽部兼介 (2004) 「ドキュメント・ゼロ金利」 (岩波書店)
- ・ 金融調査研究会第1研究グループ報告「資産デフレと政策対応」について (全国銀行協会)
- ・ 『週刊金融財政事情』2005年2月14日号
- ・ Andrew B.ABEL Ben S BERNANKE 「Macroeconomics」

《データ出典》

- ・ 日銀HP <http://www.boj.or.jp/>
 - ・ 財務省HP<http://www.mof.go.jp/>
 - ・ 「量的緩和政策とデフレ」
- RIETIHP<http://www.rieti.go.jp/jp/papers/contribution/kobayashi/14.html>