

## 新体制下での日銀金融政策の行方

### <要旨>

福井日銀新総裁誕生のタイミングをとらえて、従来から出ていた日銀の金融政策に対する期待、要望が一段と強まることとなりそうだ。ただし、現在要望が出ている政策の中には、技術的な問題点があるものや、主張されている効果が期待できないと思われるものもある。そこで本稿では、現在主張されている主な政策について、目的、手段、効果、弊害、実現性といったポイントを整理したうえで、最後に新体制下での金融政策の行方について考えてみた。

具体的には、ETF買い入れ、REIT買い入れ、外債購入、インフレターゲット導入、日銀当座預金残高の目標水準の引き上げ、国債買い切りオペ増額と買い入れ上限撤廃、国債の直接引き受け、国債の無制限買い入れ、ABC Pの購入、社債、証券貸付債権、CP、ABSの買い切りオペ導入について、個別に検討を行なった。

日銀の業務は、金融政策と信用秩序の維持である。このため、株式や不動産の買い入れなど資産価格の上昇を意図したものや、国債の直接引き受けといった財政政策をサポートするのは、日銀の本来業務からは逸脱した政策ということになる。また、インフレターゲットの導入については、導入の是非よりも物価安定という最終目標をいかにして達成するかを議論する方が重要である。

量的緩和を進めていくための政策手段については、従来の対象資産の金額を積み増していく、オペの対象資産を拡大させていく、現先取引を買い切りとする、の3通りの強化策が考えられる。現時点では、ETFやREITなどをオペの対象資産に含めることを求める意見が強い。

最近の福井総裁の発言から判断すると、より効果的にマネーサプライを増加させるために、オペレーション(購入も含む)の対象となる資産を多様化する方向で検討した上で、対応可能なものについてはタイミングを計りながら導入していく方針であると考えられる。具体的には、ABC Pの買い切りオペを新たに導入し、日銀当座預金残高の目標額を、もう少し拡大させていくことになりそうだ。ETF、REIT、外債の購入、さらにはインフレターゲットの導入については、今後、金融政策決定会合で議論を詰めていってから導入の可否を判断するということになるのではないか。

重要なことは、金融政策を行なう以上は、本来の日銀の政策目標から逸脱するべきではないということである。また、従来はオペの対象としていない資産を新たに対象に加えるとしても、最初は適格担保として採用し、その後必要とあれば現先オペの対象に格上げし、さらに取引の期間を延長していくといった対応が望まれる。

いかに日銀が資金供給手段を多様化し、供給量を拡大させようとも、企業の資金需要がなく、あるいは金融機関が必要に応じていく力がなければ、行き場のないマネーがひたすら増加するだけにとどまる。金融政策による環境整備と同時に求められるのは、民間の金融機関と企業の努力であろう。



【照会先】

調査部(東京) 小林真一郎 (E-Mail:skoba@ufji.co.jp)

## はじめに

3月20日に福井日銀新総裁が誕生した。このタイミングをとらえて、従来から出ていた日銀の金融政策に対する期待、要望が一段と強まることとなりそうだ。現在政府・与党から出ている要請は、これまでの量的緩和の強化に加え、いわゆる非伝統的手段にまで踏み込んだものとなっている（図表1）。

（図表1）政府・与党からの日銀への要望（3月24日、与党緊急経済対策）

国債買い切りオペ	長期国債買入れの拡大
銀行保有株の購入	銀行保有株の買い取り枠を拡大
ETF他の資産購入	ETF、REIT、外債などを買い入れ対象に加える
インフレターゲット	物価安定数値目標（例えば1～2%程度）の導入
その他	首相と日銀総裁の会合を適時設ける 行き過ぎた円高を防止するため、国際協調のもとに通貨当局（日銀、財務省）が適宜適切に為替介入を実施

これらの要望に対して福井総裁は、現時点では非伝統的手段の導入の可能性は否定しない姿勢を示している。たとえば、買い取り資産に新たに加える対象として、「ETFに限らず、民間企業が新しい価値を創造し、市場が安定化するよう、買い取り対象を評価し取り上げたい」と発言し、ETF、外債、REITなどを含めた国債以外の資産について十分に検討したうえで、日銀の買い取り資産の拡大対象を広げていく可能性を示唆している（18日の衆院財務金融委員会）。また、政府と日銀が政策連携のため定期会合の場を設けることについても、「自分も望んでいたところで建設的議論をしたい」と前向きな姿勢を示している（同委員会）。

さらに、3月25日には緊急の政策委員会を開催し、銀行保有株の購入枠を2兆円から3兆円に拡大することを決め（1行5,000億円の限度額は7,500億円に増加）、4月7、8日の定例の金融政策決定会合に向けて、金融緩和の波及メカニズム強化の観点から、どのような措置が考えられるのか検討することを示唆した。

ただし、現在要望が出ている政策の中には、技術的な問題点があるものや、主張されている効果が期待できないものなどもある。政治家、学者、エコノミストなどの主張に関して、その目的や実現性について議論を深める必要がある。

そこで本稿では、現在主張されている主な政策について、目的、手段、効果、弊害、実現性といったポイントを整理したうえで、最後に新体制下での金融政策の行方について考えてみることにする。

## 1. 議論されている追加金融政策の効果について

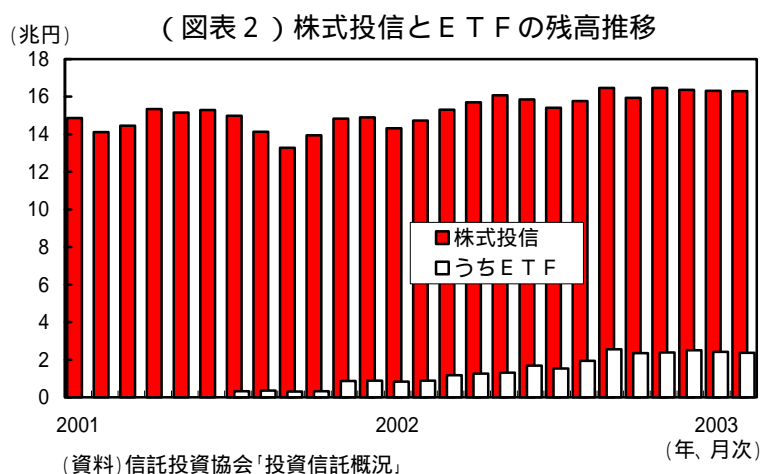
### (1) E T F 買い入れ

日銀がE T Fを購入すべきとの意見が強まっているが、まずその目的を明確にしておく必要がある。E T F購入は資金供給手段の多様化や資金供給量の増加を目的としたものである。株価が下落した局面でE T F購入論が高まることを考えると、株価の下支え、押上げを期待している向きも多いように思えるが、株価対策として購入するのであれば、それは金融政策ではなく、日銀に期待すべき政策ではないであろう。日銀による資金供給のオペレーションは、資産価値そのものに影響を及ぼさないようにするというのが原則である。純粋に株価対策を求めるのであれば、政府が国債発行や日銀借入れや民間企業からの出資等によって基金を設立し、株式市場から直接買い取るなど、他の手法の方がふさわしい。

購入の具体的な手段についても検討しておく必要がある。日銀の購入相手はオペの対象である市中銀行であり、銀行が保有しているE T Fを買いオペで購入する形となるはずである。買い切りか現先取引となるかは不明である。E T Fは証券取引所に上場しているため流動性があることを勘案すれば、買い切りでも対応は可能と思われるが、新手法の導入にあたっては現先取引から始めるのが妥当であろう。証券取引所で直接購入することは、金融市場への資金供給という目的を逸脱して株価対策につながるものであり、中央銀行の業務ではない。

次に買い入れを行なった場合の効果について考えてみよう。購入先が市中銀行であれば通常の資金供給オペと同じであるため、資金供給量が増加し日銀当座預金残高が増加する。これが銀行貸出などに回ればマネーサプライが増加する。もっとも、日銀のE T Fオペに応札するため銀行が取引所からE T Fを購入するのであれば、購入代金が売却相手に手渡され、その代金が銀行預金となるので銀行貸出が増えなくてもマネーサプライは増加することになる。日銀が取引所から購入した場合でも、購入代金が売却相手に手渡され、その代金は同様に銀行預金となるので、マネーサプライは増加する。

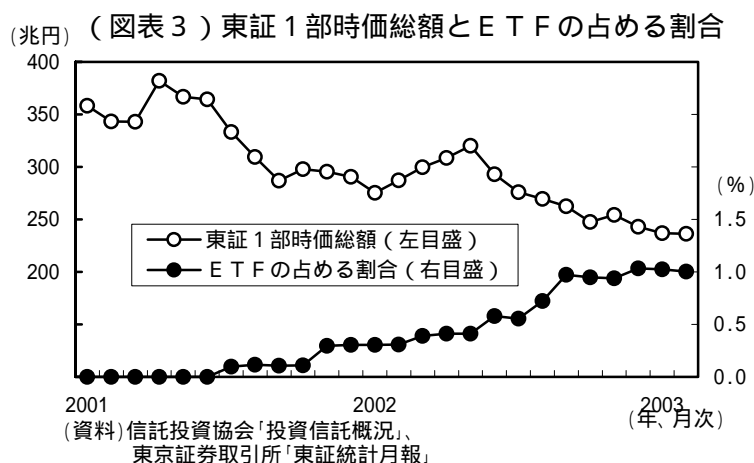
しかし、月額2,000億円(年間2.4兆円)程度の資金供給を続け、1年間で現存する全てのE T Fを購入したとしても(2003年2月末現在のE T Fの残高は約2.4兆円である、図表2)、国債買い切り額が月額1.2兆円であることと比較すれば、資金供給額としてはあまりに効率が悪い。もっとも、日銀が大量のE T Fを購入すれば、日銀への売却を見込んで新たなE T Fが組成されるため買い取り対象資産は拡大する可能性がある。



また、ETF オペがうまく機能するかという技術的な問題がある。現存するETFのうち銀行が保有しているETFは少額であると思われ、オペを通知しても札割れが発生する可能性がある。また、資金が余剰の状態にある銀行はリスク(オペに対応するため取引所でETFを購入して、日銀に売却するまでの間の変動リスク、もしくは落札されずに手元に残ってしまうリスク)をとってまで資金供給を受けるインセンティブに乏しい。

株価へのインパクトはどうか。2001年7月のETF解禁以降、上場投信数も増加し、残高は一定額を維持しているものの、足元では増加の動きが止まっている(図表2)。また、東証1部の時価総額に占めるETFの割合をみても、高まってきてはいるが1%程度と小さい(図表3)。日銀がETFをオペの対象とすることになった場合、心理的な効果から株価が一時的に上昇する可能性があるものの、実際の需給へのインパクトは限定的であると思われる。

さらに、日銀のETF購入を受けてETFの価格が上昇したとしても、それを構成する個別の株価の価値は、本来個別企業の価値を反映するものであり、ETF価格の上昇には直接は影響されないはずである。新たなETF組成が進んで需給が緩和してくれば、ETFの価格は個別企業の本来の価値を反映した水準に戻ってくるであろう。東証一部の株を全て買い占める勢いでETFが組成され、それを日銀が購入すれば株価も上昇するが、こうした政策は金融政策の枠組みを外れるものであることは言うまでもない。



## (2) REIT 買い入れ

REITは、対象が株か不動産かという違いだけで、基本的にはETFと同タイプの資産である。REITを日銀が買い入れる場合の目的は資金供給手段の多様化や資金供給量の増加を目的としたものであり、地価対策ではない。地価対策を求めるのであれば、日銀ではなく基金を設立するなど、他の手法を検討すべきであろう。また、購入の具体的な手段については、購入先は市中銀行であり、銀行が保有しているREITを買いオペで購入する形となる。マネーサプライに与える効果についてもETFの場合と同じで、直接的あるいは間接的に増加につながる。REITを買い入れた場合の地価へのインパクトは極めて小さいと思われる。2003年3月現在、REITは6銘柄しかなく、設定当初の純資産額の合計は約3,800億円に過ぎない(現時点では5,000億円を超える程度にまで増加していると思われる)。日銀が全額買い上げたとしても、地価へのインパクトは全くないと言ってよいだろう。REITの価値は、個々の不動産物件の価値が合成されたものであり、日銀買い入れという需給要因によるREITの価格変動が地価に波及することはない。そもそも数千億円しかないREIT市場に日銀からの大量の買い入れが入ってくればREITの価格に多大な影響を及ぼし、市場は混乱する。日銀による買い入れが、せっかく育ち始めたREIT市場の成長を阻害するものになりかねない。

また、REITは様々な不動産物件の集まりであるが、ETFに較べても個別性が強い。このため、同時に大量の資産を売却ないし購入することで資金需給の調整を行なうという日銀のオペにそぐわない性格のものである。さらに、常に市場で決定される時価の存在する株式の集まりであるETFと異なり、個別の不動産物件の評価や売買に時間を要するため供給にも限界がある。このため、日銀による機動的なオペの対象とするのはETFよりも難しいであろう。

以上のように、REITを資金供給オペレーションの対象資産とすることは実現性に乏しいうえに、実効性もほとんどない。効果があるとすれば、日銀はデフレ対策としてここまで踏み込んでいるという内外に対しての象徴的な行為ということになるが、評価の難しい資産を保有するというリスクを伴う行為でもある。

REIT (日本版REITとも呼ばれる、Real Estate Investment Trust:不動産投信)

多数の投資家から資金を集めて賃貸ビル等の不動産物件を購入し、そこから発生する賃貸料や物件の売却益などを投資家に分配する投資信託である。投資家には投資証券(株券に相当)が発行される。証券取引所に上場されており、株式と同じように指値注文や成行注文での売買もできる。REITを購入することで、少額では困難だった不動産投資が、20万円~50万円前後で可能になったほか、複数の物件に投資して運用するので、リスク分散の効果が得られる。

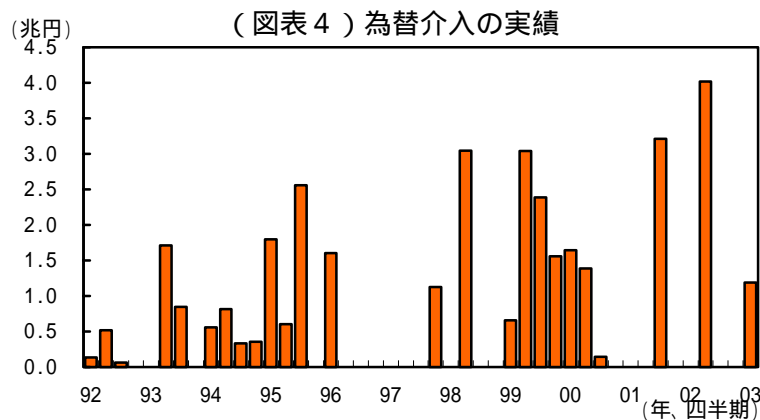
### (3) 外債購入

外債の購入については、資金供給手段の多様化や資金供給の強化という目的に加えて、為替が円安となるという副次的効果に対する期待が大きいようである。円売り/ドル買い為替介入では、ドルを購入すると同時に円資金を売却するため、マーケットに出回る円資金が増加することになる。日銀は通常、マネーマーケットでの資金量に変動が起き、金融政策に影響が及ぶことを防ぐため、同額の資金を金融調節で吸収するが、これを「不胎化」介入と呼ぶ。「非不胎化」介入は、逆に資金を吸収しないことで市場に資金を供給したままにしておくことである。為替介入ではなく、外債を購入する目的で円を売ってドルを調達し、そのまま円資金を放置する「非不胎化」政策をとれば、マネタリーベースの増加にもつながる。

外債購入の手段については、金融政策である以上は基本的に銀行が保有している外債を買いオペで購入することになる。ただし、日銀が海外市場や海外中央銀行から直接購入する場合であっても、為替取引の相手が銀行であれば、銀行に円資金が供給される形となるので、同様にマネタリーベースは増加する。

円安効果については、期待とおりに円安とならない可能性がある。過去の為替介入の実績をみると(図表4)、多い時には1日に1兆円以上の介入を行っていることもあり、タイミングにもよるが、外債購入金額が少額であればあまり効果が現れないと考えられる。非不胎化政策を採用すると宣言した際のアナウンスメント効果はあるが、ある程度のまとまった金額を定期的に購入していくのでなければ、一時的なものにとどまる公算が高い。

円安にすることを目的に外債購入を行なうのであれば、為替管理を担当している財務省との役割分担の問題が出てくる。また、金融政策として資金供給を目的に外債を購入するのであれば、為替に影響が出ないように行なうのが基本であろう。為替円安に誘導したいのであれば、財務省の責任の下、為替介入で行なうべきだと思われる。



(注)2003年1～3月期は日本銀行「日銀当座預金増減要因と金融調節」より推測  
(資料)財務省「外国為替平衡操作の実施状況」

#### 主要国における為替介入の主体<sup>(\*)</sup>

米国では、財務省が為替介入を行なう権限を有する一方、連邦準備制度も公開市場操作の一環として為替介入を行なうことができるとされており、実際的为替介入では財務省と連邦準備制度の事前の協議により、両者が資金を折半して行なうことが通常である。また、欧州の経済通貨統合においては、欧州連合(EU)蔵相理事会が欧州中央銀行(ECB)に諮問の上で策定する為替相場政策に関する一般的な指針(物価安定の維持を妨げるものであってはならない)と整合的な形で為替介入を行なう権限を欧州中央銀行(ECB)に対して与えている。

(\*) 日本銀行金融研究所編「新しい日本銀行 その機能と業務」、有斐閣、2000年を参照した

#### (4) インフレターゲット導入

インフレターゲットの導入は政府与党、財界、官僚、学者の間で強く主張されており、日銀が新体制になった今のタイミングで一挙に導入させたいとの動きが強まっている。日銀は現在の量的緩和政策を導入するにあたって、消費者物価指数のコア部分（除く生鮮食品）が安定的にゼロ以上になるまでは量的緩和を維持すると宣言しており、すでに緩やかなインフレ目標を導入しているとも考えられる。

インフレ目標を採用した例としては、1988年ニュージーランド、1991年カナダ、1992年イギリス、1993年オーストラリアなどがある。しかし、これらはいずれも高インフレを抑制する政策の一環であって、デフレ時にインフレを実現するという「インフレ目標」を採っている国はない。なお、1930年代のスウェーデンで「インフレ目標」を採用し、公定歩合引き下げなどによって物価上昇に成功したとの指摘もある。しかし多くの場合、海外での「インフレ目標」の設定はインフレ抑制策であり、金融引締め強化が伴っている。必ずしも日本の現状に合っているとはいえない。

インフレターゲットはそもそも金融政策の目標の明確化や透明性の強化を図るための一手法であり、それ自体金融の緩和あるいは引き締めといった政策判断とは切り離して導入が議論されるものである。上述のとおり、「インフレターゲットはインフレ抑制には有効であるが、デフレ脱却には有効でない」と一般に言われているが、これは、「金融政策はインフレ抑制には有効だが、デフレ脱却には効果が小さい」とでも言うべきかもしれない。

インフレターゲットの導入と具体的な目標をどの水準に設定するかは別の話であるが、世の中ではインフレターゲットの導入は1%～2%程度の小幅なインフレ目標の設定とセットで議論されている。しかし、現状のインフレ率を前提にして実現可能な目標を設定するならば、インフレ目標は-1%～0%程度であってもおかしくない。具体的なインフレターゲットの水準については、インフレターゲット導入の是非と切り離して議論する必要がある。

また、インフレ目標を達成することが金融政策の最終目標であるとするれば、それを達成するための有効な政策手段を保持する必要がある。たとえば、小幅プラスの伸び率を目標とした場合に、どういう手段で目標を達成するかを考えないといけない。日銀がインフレターゲットを導入して、政府・日銀が一体となってデフレを脱却するという姿勢を示せば、国民がそれを信じてインフレ期待が高まって物価が上昇するというのは、あまりに期待頼みではないか。小幅であってもインフレを達成する手段を見出すのは難しいというのが現状である。

仮にインフレターゲットが導入され、日銀の強い意思表示により、人々が近い将来に1%という小幅の物価上昇率を実現すると確信した場合に何が起こるだろうか。インフレターゲット導入を推進する議論では、消費者は、将来の値上がりによって消費を前倒しし、また将来の所得（名目賃金）の上昇が展望されることから消費を拡大させる、企業部門では、販売価格上昇による売上高の増加が企業収益を押し上げる効果や実質金利が低下する効果（設備投資意欲を刺激する効果やデフレ下で高まっている金利負担感の緩和の効果）から設備投資が増加する、などの理由によって期待インフレ率の上昇が景気にプラスの効果をもたらすと考えられている。しかし現在の状況下では、消費者は、インフレが進むにつれて所得も拡大すると信じるよりもむしろ、物価上昇による生活費負担の増加に対する懸念の高まりによって消費を抑制してしまう可能性がある（貯蓄増加による消費性向の低下）、企業は仕入れ価格や販管費などのコスト上昇分を販売価格に転嫁できないと考えるであろうし、1%程度実質金利が下がったとしても将来にわたっての需要見込みが上昇する訳ではないので、設備投資の増加にはつながらない、といった事態が発生することもあり得る。つまり、人々の間でインフレ期待が高まったとたん、消費者マインドや企業マインドが冷え込み、逆に景気を下押ししてしまうことになりかねない。

デフレは景気低迷の結果として生じたものであり、デフレを解消すれば、日本の経済問題が解決するというのではない。インフレターゲットが金融政策の目標として透明性を高めるのに有効であるという理由は、インフレ率が实体经济における需給ギャップの状態を映す鏡の役割を果たしているからである。インフレ率を無理に動かしても鏡が曇るだけの話であり、目標としての有効性や妥当性が失われる。

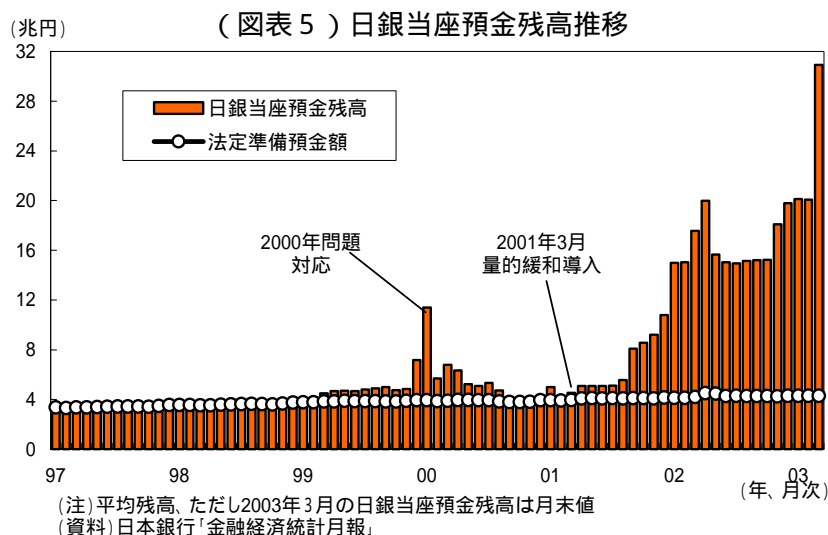
そもそも、1%程度のデフレは景気にどれだけのマイナス効果をもつのであろうか。インフレになってもデフレになっても、得する人がいれば損する人がいることに変わりはない。やや乱暴に言ってしまうと、経済全体に与える影響は中立的である。もちろん、大幅に物価が変動すれば、それによって多大なダメージを受ける経済主体が出てきてしまうので問題だが、これはインフレでもデフレでも同じである。

お金を借りて事業を行なう経済主体の存在が経済発展の源泉であるとするならば、債務者にとって負担の大きいデフレの方がインフレよりも問題であるとも言える。しかし、インフレによってダメージを受ける経済主体がいることも事実である。高齢化が進んで貯蓄を取り崩して消費している人の割合は昔よりも増えているはずである。同様に昔より増加している失業者にとってインフレは大敵である。1%のデフレが5%のインフレに較べて日本経済にとってより問題なのかという判断は難しい。デフレ脱却が国民の総意であると結論づけてしまう前に、インフレとデフレのメリット、デメリットについての検討が必要であろう。

#### (5) 日銀当座預金残高の目標水準の引き上げ

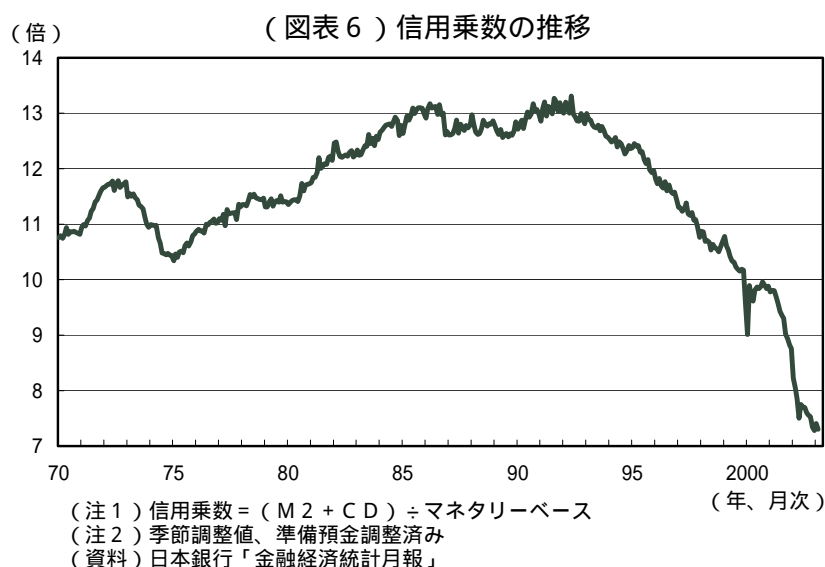
当初の4兆円から、足元では17兆円～22兆円にまで引き上げられてきた日銀当座預金残高の目標水準をさらに引き上げるべきという考えは根強い。ベースマネーの一部である当座預金残高の増加ペースを落とすとマネーサプライの増加ペースも落ちてくるため、当座預金残高が前年比プラスとなるように目標水準を徐々に引き上げていくべきであるとの意見もある。

ただし、やみくもに目標水準だけ引き上げても、実際の資金供給手段を変更しなければ、オペの札割れ（入札額が供給予定額を下回る状態）が発生することになりかねないため、同時に供給手段の多様化や条件緩和を図っていく必要がある。なお、足元ではイラク問題の先行き不透明感によって金融市場が混乱することを防ぐ目的から、「金融市場の安定確保に万全を期すため、必要に応じ、目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行なう」という方針が打ち出されており、3月末の残高は30兆円を越える水準にまで増加している（図表5）。





そもそも、当座預金残高を増やしたからといって、景気との連動がより強いマネーサプライが同じ勢いで増えていくわけではない。信用乗数の低下からも類推できるように（図表6）、日銀当座預金の残高が積み上がっても、お金が世の中の隅々にまで流れていっているわけではない。行き場のないお金の残高を目標にしているというのは妙な話である。日銀当座預金残高目標は潤沢に資金が供給されていることによる金融不安回避のバロメーターの役割を果たしているが、それを高めたところで景気刺激効果は期待できない。



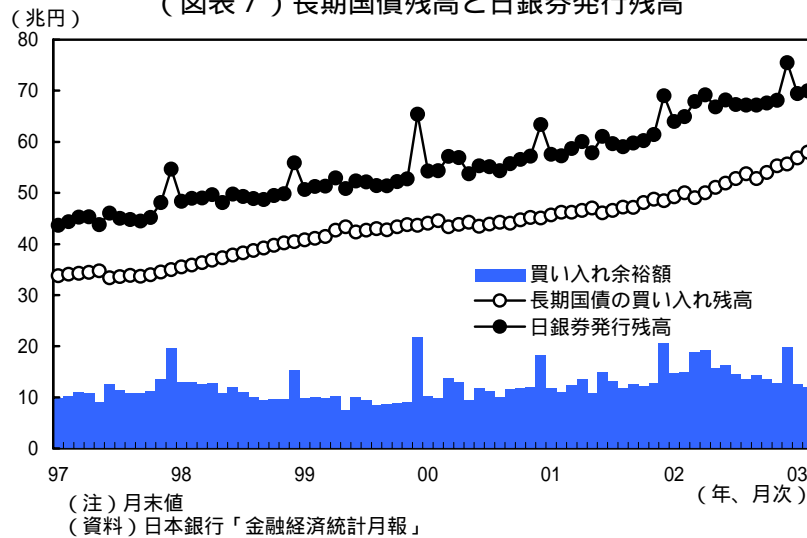
#### （6）国債買い切りオペ増額と買い入れ上限撤廃

長期国債の買い切りオペは、当初の月額4,000億円から足元ですでに1.2兆円にまで増加しているが、これをさらに増加させ、必要とあれば購入額の上限を撤廃すべきとの意見が多い。現在日銀は、長期国債の保有が野放図に膨らまないよう、その残高が日銀券の発行残高を超えない範囲でしか国債を購入しない自主ルールを設けている。このルールの存在から長期国債買い入れの大幅な増額は技術的に難しいとされているが、実際に日銀政策委員会の中にも上限撤廃を検討する必要があるとの指摘が出ている。

2003年2月末現在の日銀券発行残高69.9兆円に対し、日銀保有の国債残高は58.0兆円であり、その差額は12.0兆円である（図表7）。日銀券の発行残高に変化がなく、日銀が保有している国債に対して毎月4,000億円の償還があると考えれば、1ヶ月当たり1.4兆円の買い切りオペの増額を行えば、今後1年間で余裕枠を使い切る計算となる（12.0兆円 ÷ 12ヶ月 + 0.4兆円）。

買い入れ上限の撤廃自体は、日銀による資金供給に即座に影響するものではないが、長期国債の買い入れ額の増額要求がエスカレートしていく可能性はある。このため、今後月次の買い切り額の増加によって現行の上限を維持することが難しくなった場合でも、新たな上限枠を設けるなど、何らかの歯止め策は必要であろう。

(図表7) 長期国債残高と日銀券発行残高



### (7) 国債の直接引き受け

政府が発行した国債を日銀が直接引き受けるべきとの意見もあるが、日銀による国債の引受けは、財政法第5条によって原則として禁止されており（国債の市中消化の原則）、簡単にできることではない。中央銀行が国債の直接引受けによって政府への資金供与を始めれば財政規律が損なわれ、通貨の増発に歯止めがかからなくなり、ハイパー・インフレを引き起こすリスクがあるためであり、先進各国でも中央銀行による国債引受けは制度的に禁止されている。銀行の保有する国債を買い切りオペで買い取る場合との違いについて、マネーサプライの動きで考えてみよう。

まず、国債が市中で消化される場合である。資金の流れは、日銀のバランスシートの負債サイドにおいて、日銀当座預金から政府預金に代金が振り替えられるだけであり、マネーサプライは増加しない。政府が国債を発行した資金を公共投資などに使用すれば、資金が政府預金から出て行くためマネーサプライの増加につながる。

次に直接引き受けの場合である。資金の流れは、日銀のバランスシートの資産サイドに国債が計上され、同額が負債サイドの政府預金に計上される。この時点では、マネーサプライに変動はない。政府が国債を発行した資金を公共投資などに使用してはじめてマネーサプライは増加する。

このように、マネーサプライの増加については、いずれの場合も同じ効果しか得られない。直接引き受けの場合は、市中に流通する国債の増加が抑制されるため需給悪化による金利上昇が回避できる、という効果が指摘できるかもしれない。しかし、いったん市中に売却したとしても、銀行を通じて即座に買い切れば、ほぼ同じ効果が得られるはずである。むしろ、財政規律が失われるとの懸念が高まり、国債の償還能力が問題視されるようであれば金利は急上昇する（国債の格下げが議論されることが予想される）。

要するに、財政支出をどの程度増加させるかがポイントであって、現在のように財政支出を切り詰めている状況下では、マネーサプライの増加という点で両者に大きな違いは生じない。日銀による国債引き受けは、本来、財政支出を増加させたいが、市中で国債を消化できないといった状況に陥った局面で議論されるべきである。にもかかわらず、金利の急上昇といったリスクを犯してまで、直接引受けを行なうだけのメリットは現段階では見出せない。

#### ( 8 ) 国債の無制限買い入れ

一部の学者の主張であるが、その目的はひたすら資金供給を続けることである。余剰資金を国債投資に振り向けている銀行や機関投資家から国債を買い上げてしまえば、自然と株式や不動産、貸出といったリスク資産に資金が流れるであろうという考え方である。

銀行から買い取った国債の代金は日銀当座預金に振り込まれるため、即座にマネーサプライを増加させる訳ではない(ベースマネーの増額にとどまる)。しかし、銀行以外からの買い取りの場合は、買い取り資金が国債の売り手の銀行預金を増加させる形となるので、同額マネーサプライを増加させる効果がある。また、無制限の買い入れであるため、イールドカーブは急速にフラット化し、かなり長期の金利まで0%に近づく可能性がある。

しかし、国債の無制限買い入れは実際には機能しないと考えられる。日銀が無制限買い入れを表明した時点で、誰も国債を売らなくなってしまう可能性があるためである。資金需要が小さい状況において、いつでも日銀が国債を買い取ってくれるとなれば、焦って国債を売却するインセンティブがない。売却を遅らせれば遅らせるほど債券価格が上昇し、含み益が拡大する可能性が高まってくるためである。国債の無制限買い入れは現実的な政策であるとは思えない。

#### ( 9 ) A B C P の購入

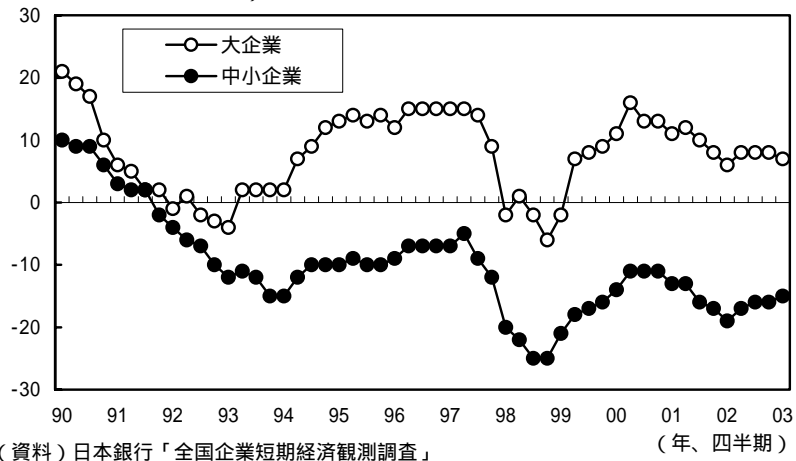
福井総裁は、3月25日の金融政策決定会合後の記者会見で、「中小企業関連の金融資産をオペレーションの対象に取り込んでいくということが、私の観察している限り、一番早く出てくる可能性があるというふうに思う」と発言し、中小企業の売掛債権を担保とするA B C P (資産担保C P)などを新たに資金供給オペレーションの対象資産とする可能性を示唆した(18日の衆院財務金融委員会でもこの点について触れている)。

もっとも、A B C Pは資金供給手段としてすでに制度化されている。具体的には2001年12月の金融政策決定会合でA B C Pを資金供給手段とする方針が打ち出された後、現在では通常のC Pと同様にC P現先オペの対象となっている。さらに、2002年12月にはA B C Pの適格基準を大幅に緩和するなどの処置をとっている(2004年度末までの時限措置。日銀発表によれば、A B C P発行残高のうち日銀オペの対象となる割合が5%から9割近くまで上昇)。

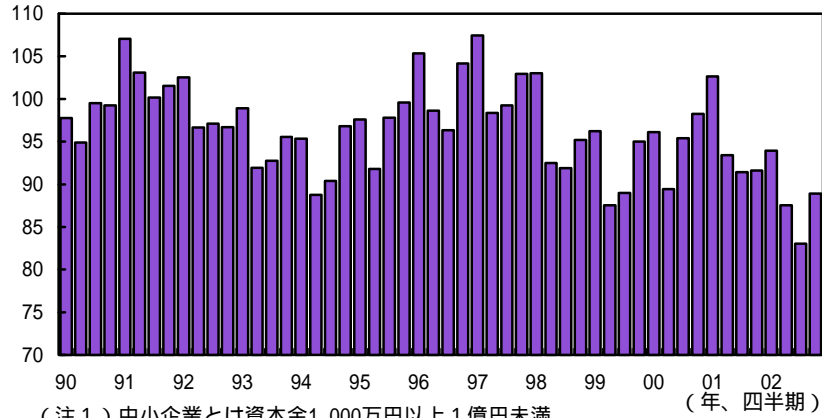
企業は売掛債権を流動化して早期に資金を回収したいというニーズがあるため、日銀がこれまでの現先オペだけでなく、買い切りオペを行なうのであれば、投資家を探す手間が省かれるためA B C Pの発行が増加し、銀行の信用創造機能を通さず直接マネーサプライを増加させることができる。

特に大企業と較べて資金繰りが厳しい状況が続いている中小企業向の売掛債権を対象とするA B C Pの発行が増加すれば、中小企業の資金繰りを好転させる効果が期待される(図表8)。中小企業の売掛債権はほぼ80兆円を超える水準で推移しており、金額も大きい(図表9)。現在、5兆円程度とされているA B C P市場の残高が急速に増加する可能性がある(ただし、5兆円のうちには信託受益権、株券、手形債権といった売掛債権以外の資産を対象にしたA B C Pも相当数含まれていると考えられる)。

( 図表 8 ) 資金繰り判断D I  
 ( 「 楽である 」 - 「 苦しい 」 )



( 兆円 ) ( 図表 9 ) 中小企業の売掛債権残高推移



### ABC Pの仕組み（売掛債権を担保とするケース）

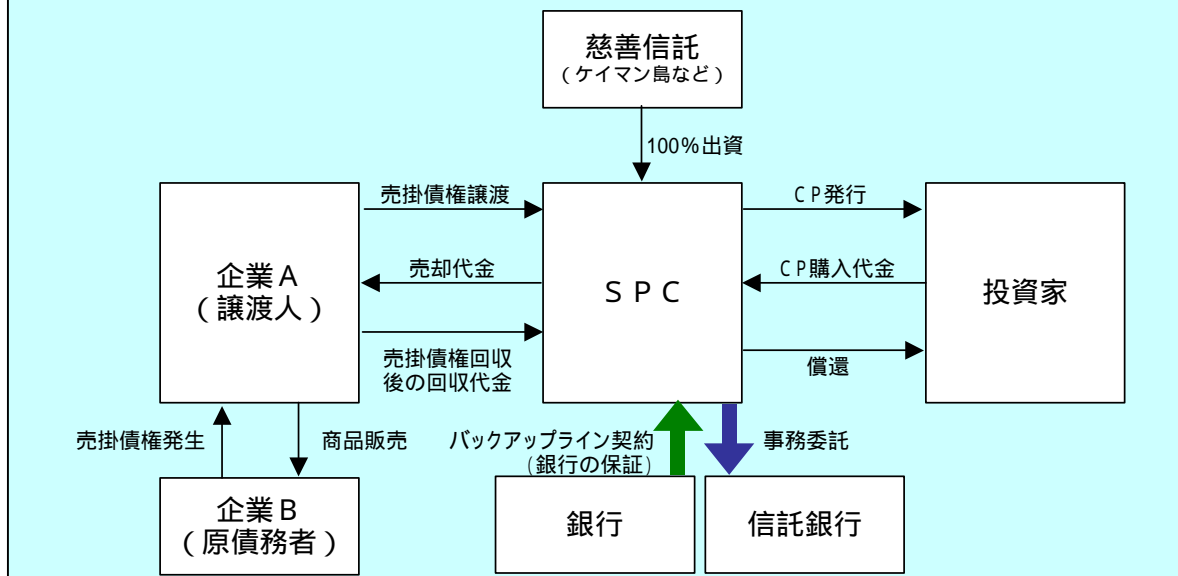
ABC Pは、企業にとっては売掛債権の早期回収、資産圧縮のメリットが（さらに、自社よりも信用力の高い企業の債権であれば、自社の信用リスクで調達するよりも低利での資金調達が可能）、銀行にとっては手数料の獲得、貸出資産の圧縮（1年未満の取引であるためBIS規制上のリスクアセットとならない）のメリットがある。仕組みは以下のとおり。

企業A（中小企業）が企業B（大企業で信用力高い）に商品を売却し、売掛債権発生。  
企業AはSPC（特別目的会社）に売掛債権を譲渡。SPCは売掛債権を担保としてCPを発行し投資家に売却。

SPCはCPの売却代金を、企業Aの売掛債権購入に充てる。

売掛債権の期限が到来し、企業Aは企業Bより債権を回収し、その代金をSPCに支払う。SPCは受け取った代金をCPの償還に充てる。

なお、信託銀行に事務が委託され、通常は銀行のバックアップライン（保証）が設定されている。



### (10) 社債、証券貸付債権、CP、ABSの買い切りオペ導入

日銀は、CPオペで銀行の保有するCPを直接購入することができるほか、銀行の保有する社債、優良企業向けの貸付債権（ただし、日銀が認める優良会社が発行したものや優良会社向けの貸付債権に限る）、ABS（住宅ローン債権、自動車ローン債権、リース債権などに裏付けされた資産担保証券）については、それらを担保として銀行が振り出す手形を買い取ることで（手形オペ）、間接的に購入することができる。これらのオペは現先取引でしか行なわれていないが、これを買い切りとするべきという考え方がある（買い切り取引は現在対象を国債に限られている）。企業にとってみればCPや社債の発行による資金調達が容易となるため、銀行が自己資本比率規制などの制約で貸出に応じてくれなくても、日銀から資金調達を行なうことができるようになる。このため、現在は低迷している借入需要も盛り上がってくるのではないかという期待がある。

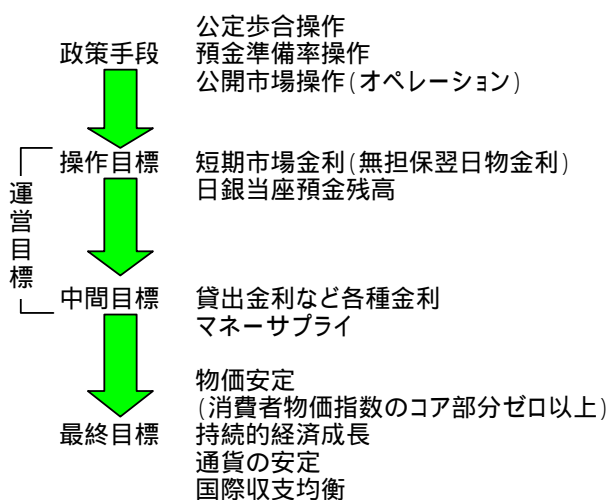
しかし、企業が資金を返済できなくなった場合、現先取引では損失は銀行が被るが、買い切り取引では直接日銀の損失、換言すれば通貨価値の下落につながりかねない。CPや社債などを担保として振り出される手形を日銀が買い切ってしまうことは、中央銀行の銀行券に見合う資産としてはリスクが高いと思われる。

## 2. 現行の金融政策と採用が検討されている政策の整理

以上、導入の是非が議論されている個別の金融政策について検討を加えてきたが、採用が検討・要請されている政策は、まず個別の政策提案ありきで、思いつくままに議論されており、全体を網羅した比較検討を難しくしている。個々の政策提言は、その政策の目標や手段によって分類されたうえで議論がなされるべきであると思われ、以下では政策の整理を試みた。

まずは金融政策の目標によって整理してみよう。日銀の金融政策の目的には図表 10 のように運営目標（さらに操作目標、中間目標に細分化される）と最終目標に分類できる。かつては、公定歩合操作、預金準備率操作、日々の公開市場操作といった政策手段を通じて、短期金利の水準に変化を及ぼすことで、マネーサプライや貸出金利などに影響を与え、最終目標の実現を図っていた。しかし、2001 年 3 月の量的金融緩和政策の導入後は、日々の公開市場操作を通じて日銀当座預金残高の水準を目標額に維持し、マネーサプライの増加によって最終目標が達成されることが意図されている。また、消費者物価指数のコア部分（除く生鮮食品）の上昇率が安定的にゼロ以上になるまで量的緩和を続けるとしており、その達成が現時点での最終目標と位置づけられていると考えることもできよう。

（図表 10）日本銀行の金融政策の手段と目標



(資料)日銀資料などから作成

こうした視点から、現在採用が検討・要請されている政策を整理すると、図表 11 のようになる。まず、運営目標であるマネーサプライの増加に対応するのが、～ までである。～ の政策については、その実現性の有無は別として、既存の政策の強化に当たるものである。一方、～ については、非伝統的手段と呼ばれ、従来日銀が行なっていなかった政策であり、資金供給の強化とともに資金供給手段の多様化につながるものである。

～ については、資金供給の多様化の一環として、すでに現先での取引は行なわれているが、現在のところ買い切りまでには至っていない。これらの政策については、マネーサプライを増加させる効果もあるが、同時に企業の資金調達をサポートする効果がある。例えば、97～98 年の金融危機において、銀行の貸し出し姿勢の慎重化による企業の資金調達難を緩和させることを狙って日銀は CP 現先オペを増加させている。こうしたオペレーションを買い切りで行なうことにより、企業は従来に較べて長期間にわたって安定的に資金を調達することが可能となる。

～ は資産価格の上昇を目標とするものであり、～ は財政政策をサポートするものであって、

すでに日銀の政策目標からは逸脱している。～については、金融政策の定義からはやや離れるが、日銀法で規定されているいわゆる「信用秩序の維持」のための政策であり、日銀は銀行保有株の買い取り枠拡大などを行っている。

のインフレーターゲットの導入については、物価の安定は日銀の政策目標としては位置づけられているが、あくまで最終目標である。インフレーターゲットを導入するに際しては、いかにして目標を実現するかがより重要な議論となるべきである。

(図表 11) 金融政策の目標および副次的効果による分類

手段	金融政策の目標		副次的効果				備考	
	マネーサプライの増加		物価の安定	金融市場の安定	企業金融サポート	資産価格の上昇		財政支出サポート
	資金供給の強化	資金供給手段の多様化						
日銀当座預金残高目標水準引き上げ								
国債買い切りオペの増額								
国債買い切り額の上限撤廃・引上げ							資金供給量を直接拡大させるものではない	
国債の無制限買い入れ								
外債購入							円安誘導は日銀の管轄外	
ETF 買い入れ								
REIT 買い入れ								
社債、証券貸付債権、CP、ABS などの買い切り							CP は期間が比較的短い が、証券貸付債権、社債、ABS の期間はやや長め	
ABC P の買い切り							期間は短い	
株式買い入れ								
土地など不動産の買い入れ								
国債の直接引き受け							現在の財政法の下では国会の議決がなければ不可能	
銀行保有株の買取枠の引き上げ							直接的に資産価格の上昇を意図するものではない	
既存の現先オペの期間の延長							期間は徐々に延長されている	
ロンパート型貸出の対象期間の延長							制度導入後、期間は徐々に延長されている	
インフレーターゲットの導入							本来的には金融政策の透明性を図るもので、引締め、緩和といった方向性を意図したものではない	

(注1) 量的緩和導入以前は短期金利水準の誘導という目標が存在した

(注2) 資金供給の強化、資金供給手段の多様化は金融市場の安定に寄与するとも考えられる

(注3) は効果が見込まれるもの

(注4) これらの分類は一般に行なわれている議論を整理したものであり、本レポートの見解とは異なるものもある

次に、政策手段について整理してみよう。現在の量的緩和の下では、公定歩合操作や預金準備率操作は事実上機能を失っており、日銀は公開市場操作だけを政策手段としている状況である。現在採用されている公開市場操作の手法については図表 12 のとおりである。これらの手法に採用が検討・要請されている政策を加えて整理すると図表 13 のとおりとなる。

まず、日銀の公開市場操作（買いオペ）の対象となるためには、適格担保（日銀から資金を借り入れる際に差し出す担保として適切であると日銀が定めているもの）である必要がある。現在、適格担保としては公社債、手形、CP、証券貸付債権、外債など様々な資産が対象となっているが、このうち現先オペの直接の対象となっているのは、国債とCP だけであり、他の資産はこれを担保に市中銀行が振り出す為替手形を日銀が現先で買い取る形となっている。さらに買い切りの対象となっているのは国債だけである。

今後、量的緩和をさらに進めていくには、従来の対象資産の金額を積み増していく、オペの対象資産を拡大させていく、現先取引の期間を延長していき、さらには買い切りとする、の3通りの強化策が考えられる。については、国債の買い切りオペの金額を増加させることが考えられる。については、たとえばETFやREITなどを新たに対象とすることが挙げられる。この場合、直接オペの対象とするのではなく、まずは適格担保として間接的に資金供給オペに取り入れるところからスタートするという方法も考えられる。については、現在では現先取引にとどまっているABCP、CP、ABS、証券貸付債権、社債などの買い取り期間を延長したり、買い切りとすることなどが考えられる。

(図表12) 現行の日銀の公開市場操作(2003年3月末現在)

		開始時期	目的	期間	概要
短期の資金供給	手形買入	1972年(注1)	季節的な資金不足の調整	1年以内	市中銀行保有の金融機関以外が振り出した手形や、社債・証券貸付債権・資産担保証券を担保として市中銀行が振り出した為替手形を売り戻し条件付で買入れ
	CP買現先	1989年		3ヶ月以内	市中銀行保有のCPを売り戻し条件付で買入れ
	国債買現先	1990年(注2)		6ヶ月以内	市中銀行保有の国債(TB、FB、長期国債)を売り戻し条件付で買入れ
	短期国債買切	1999年		-	市中銀行保有の短期国債を売り切り
長期の資金供給	長期国債買切	1966年	経済規模拡大に見合ったマネーを供給	-	市中銀行保有の長期国債を毎月定額買い切り。現在は月1.2兆円
短期の資金吸収	手形売出	1971年	季節的な資金余剰の調整	3ヶ月以内	日銀振出の手形を市中銀行に買い戻し条件付で売出し
	短期国債売切	1999年		-	日銀保有の短期国債を市中銀行に売切り
	国債売現先	1986年(注3)		6ヶ月以内	日銀保有の短期国債を市中銀行に買戻し条件付で売出し

(注1) 99年に導入された社債等担保手形買入れオペは、2001年からは手形買入オペに統合された  
(注2) 90年に割引短期国債の買現先オペとして導入された後、99年の政府短期証券(FB)公募開始を機にFBも対象となり、さらに2002年11月から国債借入(レボ、97年導入)オペも統合された  
(注3) 86年にFBの売現先オペとして導入された後、99年に割引短期国債も対象となり、さらに2002年11月から長期国債も対象に加わり、名称も短期国債売現先から変更された  
(資料) 日本銀行ホームページなどから作成

(図表13) 金融政策の手段による分類

	適格担保	現先オペ	買い切りオペ	日銀受入担保	現先買入残高
短期国債				103,809	82,975
利付国債(月の買取額が決まっている)				346,695	-
公債など			×	29,675	-
社債			×	5,696	-
資産担保債券(ABS)			×	273	-
コマーシャル・ペーパー(CP)			×	934	27,819
資産担保CP(ABCP)			×	1,429	11,087
手形(金融機関以外の振り出したもの)			×	5,355	-
企業に対する証券貸付債権			×	6,021	-
公的機関に対する証券貸付債権			×	218,133	-
外国政府債券など			×	0	-
ETF	×	×	×	-	-
REIT	×	×	×	-	-
株	×	×	×	-	-
土地	×	×	×	-	-

(注1) 短期国債には割引短期国債(TB)、政府短期証券(FB)を含む、利付国債とは長期国債のこと  
(注2) 公債などとは政府保証付債券、地方債、財投機関等債券  
(注3) 公的機関に対する証券貸付債権とは交付税及び譲与税配付金特別会計に対する証券貸付、預金保険機構に対する政府保証付証券貸付債権  
(注4) 外国政府債券などには国際金融機関債券を含む  
(注5) :対象となっているもの、 :直接対象ではなくこれらを担保として銀行が振り出した手形がオペの対象となっているもの、×:非対象  
(注6) ~ は図表12の資金供給オペの各番号に一致、例えば CP買現先オペの対象となっている資産  
(注7) 日銀受入担保とは手形オペの担保となっている金額で額面、現先買入残高とは現先オペでの買入れ残高、いずれも単位は億円で、2003年3月末時点  
(資料) 日本銀行「適格担保取扱基本要領」、「日本銀行が受け入れている担保の残高」



### 3. 今後の金融政策について

#### (1) 追加金融政策の採用の可能性

以上見てきたように、現在新たに導入が主張されている政策には、今後解決していかなければいけない問題点や、実際には効果が期待できないものが少なくない(図表14)。これに対して、日銀は今後どのように対応していくのであろうか。最近の福井総裁の発言を参考にしながら考えてみたい。

(図表14) 議論されている追加金融政策

	ETF買入れ	REIT買入れ	外債購入	インフレターゲット導入	当座預金残高目標引上げ
目的	資金供給の強化、資金供給手段の多様化	資金供給の強化、資金供給手段の多様化	資金供給の強化、資金供給手段の多様化、円安効果(非不胎化介入)	期待インフレ率の上昇	資金供給の強化
手段	銀行の保有するETFを買いオペにて購入	銀行の保有するREITを買いオペにて購入	銀行の保有する外債を買いオペにて購入	日本銀行が物価上昇率のターゲットを定め、達成に向けての決意を表明する	日銀金融政策決定会合にて決議
効果	資金供給が強化されるが、株式市場の需給に対する影響は限定的	資金供給力の拡大効果は限定的、地価に対する影響もほとんどない	資金供給が多少強化されるとともに、円安材料になることが期待されるが、影響は大きくない	期待に働きかける政策であり、効果の大きさは未知数	ベースマネーの増加
弊害	日本銀行の資産価値の変動リスク上昇	日本銀行の資産価値の変動リスク上昇、市場規模の小さいREITの価格形成を歪める	日本銀行の資産価値の変動リスク上昇	ハイパーインフレを懸念する声もあり(ただしハイパーインフレを防ぐために導入した例も)	
実現性(注)	市場性は有している、直接購入ではなく適格担保として採用することから始める可能性も	心理的な効果を狙った導入はあり得る	為替管理における財務省との関係や外為政策における各国との調整などの問題あり	本来は一般的な政策目標の導入に過ぎないが、デフレ下における採用は調整インフレ色が強く、達成手段も乏しい	少額ずつ増加させる可能性あり
その他	株価の下支え、押上げを直接的に意図するのではなく、それは金融政策ではない	地価の下支え、押上げを直接的に意図するのではなく、それは金融政策ではない		目標設定だけでは何も変わらず、目標達成のための具体策も必要	やみくもに目標だけを引上げれば、オペで札割れが発生する
	長期国債買入れ上限撤廃	国債の直接引き受け	国債の無制限買入れ	A B C P買い切り	社債、C Pなど買切り
目的	資金供給の強化	財政政策への支援	資金供給の強化	中小企業の資金調達補助	企業の資金調達補助
手段	自主的に設定している上限(日銀券発行残高以下)を撤廃	発行された国債を銀行を経由せず直接買い取る(引き受ける)	現存する国債を銀行や流通市場から無制限に購入	中小企業の保有する売掛債権を担保とするA B C Pを銀行を経由して購入	現在適格担保に認定されている社債、C P、証券貸付債権、A B Sを銀行から買い切る
効果	国債買い切りオペ増額の条件整備	政府が日銀宛て発行した国債をどう使うかが重要で、財政支出を増やせばマネーサプライ増加	国債価格の上昇要因(イールドカーブが急速にフラット化)、銀行以外の保有者からの買い取りと同額のマネーサプライが供給される	中小企業の資金調達を容易にする効果がある	企業の資金調達を容易にする効果がある
弊害	長期国債の買い入れに歯止めがきかなくなる可能性も	財政規律が失われるリスク、ハイパーインフレを懸念する声もあり	国債流通市場の崩壊	日本銀行の資産価値の変動リスク上昇	日本銀行の資産価値の変動リスク上昇
実現性(注)	量的緩和を強化するために撤廃せざるを得なくなる可能性がある	財政支出を拡大させるといふ方針転換がまず必要であり、国会決議が財政法の改正が必要	無制限の買取を表明した時点で債券相場が上昇し、買取が進まなくなる	すでに日本銀行の適格担保になっており、現先オペも行なわれている	すでに日本銀行の適格担保になっている、C Pでは現先オペも行なわれている
その他	新たな上限を設定するという選択肢もある	財政政策の発動を伴いやすいという点を除けば、国債買い切りオペとの差はない	買取の対象が銀行に限定されれば、さらに買取が進まない		C Pについては、現先取引から買い切りに変更される可能性がある

(注) : 実現性高い、 : 実現は微妙、x : 実現性は低い

福井総裁は3月25日の臨時の金融政策決定会合において、「金融緩和の波及メカニズム強化の観点から、企業金融や金融調節の面においてどのような措置が考えられるか、準備が整い次第、金融政策決定会合において報告するよう執行部に指示」している。また、参考人として出席した3月18日の衆院財務金融委員会では、「マネーサプライを増やす有効なルートが銀行貸し出しだけでないことは確か」であると発言している。こうした発言から判断すると、総裁は、より効果的にマネーサプライを増加させるために、オペレーション（購入も含む）の対象となる資産を多様化する方向で検討した上で、対応可能なものについてはタイミングを計りながら導入していく方針であると考えられる。

具体的には、すでに総裁が示唆している「中小企業の債権など」を対象とした資金供給手段、つまりABCの買い切りオペが近い将来に導入される可能性がある。一方、株式や不動産の購入に関して総裁は、「一足飛びにそのマーケットに行くのではなく、企業金融のマーケットにおいて、企業・金融機関が新しい工夫をして出す手形や債券を取り上げる方が先端を切り開こうとする人々の努力をエンカレッジする要素があるのではないかと述べており（3月25日の経済財政諮問会議）、慎重な姿勢を示している。ETFやREITなど投信という形であっても、金融政策として株式や土地に関連する資産が購入されるというのは通常の姿ではないであろう。特にREITについては、市場が未成熟な状況から判断して、導入はETFに較べるとより難しいのではないかとと思われる。外債購入については、為替政策を管轄する財務省との調整もあり、導入するとしてもかなり先となりそうである。

インフレターゲットについて総裁は、「中央銀行にとって非常に重要な道具」と前置きしたうえで「波及過程が明確でなければ、中央銀行としては責任を持った政策にならない」として、導入に慎重な姿勢を示している。目標を達成するための手段が整っていない状況では、導入は見送られる可能性が高いのではないかと。ただし、岩田副総裁はインフレターゲットの導入を以前から主張しており、今後は金融政策決定会合の場においても活発な議論がされそうである。

また、総裁は日銀券の発行残高を日銀の長期国債の買い入れ上限としていることについては、「この歯止めは日銀の通貨政策に対する信認、国債そのものの信認を維持することに役立つ」と述べており（3月18日衆院財務金融委員会）、現時点では上限撤廃は考えていないことを明らかにしている。したがって、国債の買い切りオペの金額は、現在の月額1.2兆円から引き上げられていったとしても小幅の増額にとどまりそうである。ただし、毎月の買い入れ額を徐々に増やしていけば、次第に上限に近づいてくる事態も考えられ、その場合にはスタンスの変更を迫られることになる。この場合、上限を撤廃するのではなく、まずは上限額の引上げで対応することになるのではなかろうか。

当面の金融政策については、ABCの買い切りオペを新たに導入し、現在17～22兆円の日銀当座預金残高の目標額を、もう少し拡大させていくことが考えられる。ETF、REIT、外債の購入、インフレターゲットの導入については、今後、金融政策決定会合で議論を詰めていってから導入の可否を判断するということになるのではないかと。

重要なことは、金融政策を行なう以上は、図表10で示した本来の日銀の政策目標から逸脱するべきではないということである。また、図表13で示したように従来はオペの対象としていない資産を新たに対象に加えるとしても、最初は適格担保として採用し、その後必要とあれば現先オペの対象に格上げし、さらに取引の期間を延長していくといった慎重な対応が望まれる。仮に中央銀行の業務を逸脱してETFなどを買切るといった政策をいきなり採用する際には、十分に納得できる説明が必要である。

## (2) 日銀法からみた今後の金融政策について

日本銀行の目的としては、「わが国の中央銀行として、銀行券を発行するとともに通貨及び金融の調節を行なうこと(日銀法第1条)と「銀行その他の金融機関の間で行われる資金決裁の円滑の確保を図り、もって信用秩序の維持に資すること(日銀法第1条の2)」の2つが挙げられる。近年は、前者の目的のために日銀当座預金残高を目標とする量的緩和政策が採用されている。一方、金融システム不安が続く中、前者を目的としている量的緩和政策においても、後者の目的を達成するための役割が増してきていると考えられる。

前者の通貨及び金融の調節の理念としては、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること(日銀法第2条)」が掲げられている。

また、「日本銀行の通貨及び金融の調節における自主性は尊重されなければならない(自主性の尊重:日銀法第3条)」とされると同時に、「通貨及び金融の調節に関する意思決定の内容及び過程を国民に明らかにするよう努めなければならない(透明性:日銀法第3条の2)」とされている。

一方、政府との関係に関しては、「通貨及び金融の調節が経済政策の一環をなすものであることを踏まえ、それが政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるように努めなければならない(日銀法第4条)」としている。

さらに、日本銀行は「その業務及び財産の公共性にかんがみ、適正かつ効率的に業務を運営するよう努めなければならない(日銀法第5条)」とされている。

日銀が行なう金融政策は、以上のような規定にかなったものであることが重要である。まず、インフレーターゲットの導入は、日銀法の第1条と第2条の規定からみて妥当なもの判断されるが、導入した後の目標の設定においては、現状の-1%程度の物価下落が「物価の安定」からはずれた状態なのかどうか検討が必要であろう。

国債の買い切りオペを軸とする量的緩和は、日銀法の第1条と第1条の2で規定された2つの目的を達成しようという政策である。ただ、目標として日銀当座預金残高を採用していることから類推されるように、もっぱら第1条の2で規定された信用秩序の維持に効果を発揮している。今後、日銀当座預金残高の引き上げや国債買い切りオペの増額が決定される可能性があるが、もっぱら金融システム不安の回避を目的に実施されることになるであろう。

量的緩和政策が日銀法第1条の目的に対しては十分機能していないことは、金融機関の日銀当座預金残高が増大してもマネーサプライの伸びは低迷しており、信用乗数が低下していることに表れている。こうしたマネーサプライ低迷に関しては、銀行の間接金融機能が低下しており、銀行がリスクを取れなくなっているからであるという意見もあれば、そもそも資金需要がないのでマネーサプライが伸びないという見方もある。確かに、後者の要因もかなり影響しているであろうが、前者の間接金融機能の低下に関して何か知恵を発揮する余地がないかを探ってみる価値はある。

こうした観点から模索されているのが、企業金融の分野で発行される手形や債券を活用した資金供給手段の拡充である。ABC Pの活用もその一環である。こうした試みは、日銀が供給した資金がすみずみまで行き渡るようにするために有効かもしれない。同時に、国債に較べてリスクのある資産を購入するものであり、日銀法第5条に規定された財産の公共性の観点からのリスク評価が重要であろう。

また、平成15年度の考査の実施方針においては、銀行の新規収益機会創出への取組が考査の重点事項とされており、収益力強化につながる重点分野への適切な資本配分、キャッシュフローに着目した新しい貸出戦略・手法の構築、経済構造の変化を捉えた新規貸出先の開拓への取組を促そうとしている。考査の観点からも、お金がすみずみに行き渡るような施策が検討されている。

ETFやREITの購入に関してはすでに述べた2つの目的に対して有効な政策手段となり得るかは疑問である。これによる資金供給の拡大効果も限定的であろう。また、日銀の資産としての正確さに関するリスク評価の問題も出てくる。市場性のあるETFに関しては、適格担保とする余地はあるが、買い取りについては慎重に考えるべきであろう。

株式や土地の購入は資産価格の押し上げを目的としたものであれば、日銀法が想定しているものではなく、金融政策として採用することは適切でないであろう。また、通常のオペレーションでの資金供給が行き詰まっていないのに、資金供給手段の拡充のために、株や土地を購入するのは適当ではない。株価や地価の下落が金融機関の経営を不安定なものにしているならば、信用秩序維持の観点からそこに何らかの手を打つことも日銀法の観点から容認されるであろう。しかし、第5条が謳う日銀が保有する資産の公共性を考えるならば、政策発動の余地は限定的であり、すでに行っている銀行保有株の買い取り枠の拡大程度にとどめるべきではないか。

外債購入については、実行するのであれば、すでに述べたように為替政策とは切り離して行なうべきである。為替円安に誘導したいのであれば、為替介入で行なうべきである。円安政策をとるのであれば、各国との間での調整や協議も必要との論調もあるが、これは為替政策を管轄する財務省が考えることであり、金融政策の一手段として議論されることは必ずしも適切ではない。

日銀の国債引受は、「すべて、公債の発行については、日本銀行にこれを引き受けさせ、又、借入金の借入については、日本銀行からこれを借り入れてはならない」という財政法第5条によって原則として禁止されている。財政法の規定を無視して「政府が財政赤字で厳しいので、日銀に財政政策を肩代わりしてもらえばいい」といったような発想で主張されるべき問題ではないし、日銀が直接国債を引き受けたといっても財政赤字問題が解決するわけではない。

第4条に規定される政府との関係はなかなか間合いの取り方が難しい。基本は意見交換の場を通して、意思の疎通が十分になされているが、個別の金融政策の決定については日銀の独立性が維持されていることが重要である。政府や与党からさまざまな要求があるのは当然としても、最終的な決定は政策決定会合でなされることが守られていないといけな。3月25日の臨時の政策決定会合と政策委員会は機動的な中央銀行の対応として評価されるであろうが、決定前にその内容を事前に知っていたかのような政治家の発言があったり、マスコミが決定内容を報道しているというのは問題である。また、政府から日銀に要求するだけでなく、日銀から政府への要求があってもよいだろう。

## おわりに

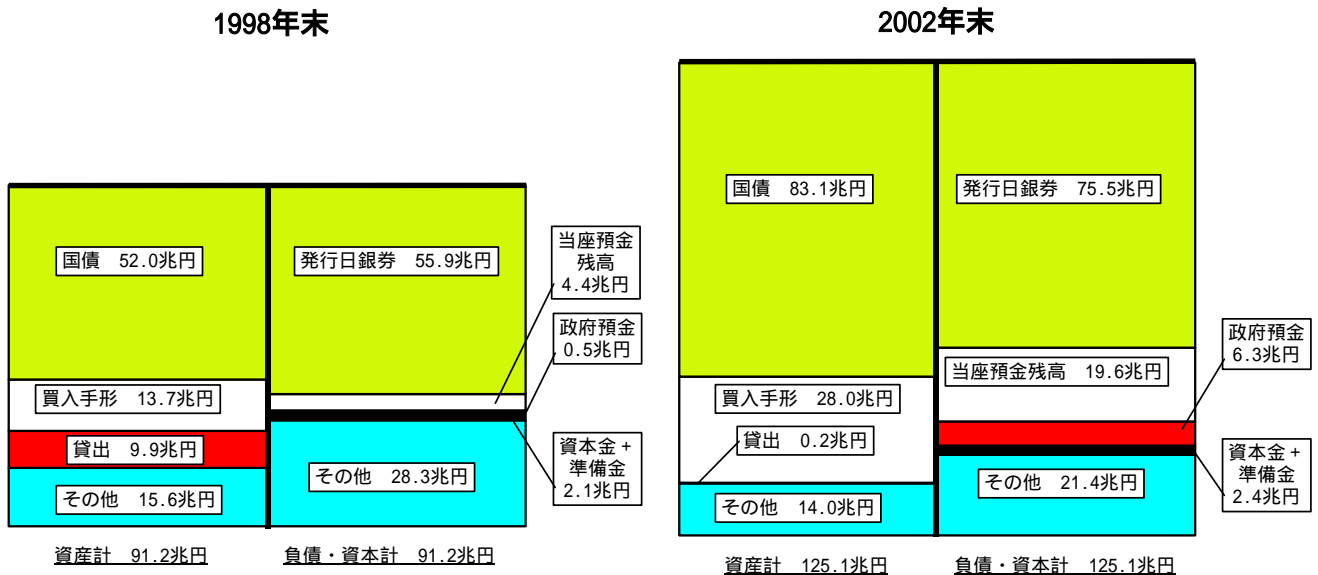
金融政策の今後の動向について検討してきたが、金融政策だけで全ての問題が解決するわけではない。いかに日銀が資金供給手段を多様化し、供給量を拡大させようとも、企業の資金需要がなく、あるいは金融機関が需要に応えていく力がなければ、行き場のないマネーがひたすら増加するだけにとどまる。お金が必要なところに円滑に流れるような環境整備という点で金融政策の果たす役割はきわめて重要であるが、そうした環境を活かすのは企業や銀行など民間サイドの行動である。その意味で、日銀の次の一手を民間サイドが待っているだけでは、経済の活性化を図ることは難しいであろう。重要なのは、やはり民間の金融機関と企業の努力である。

[ 補論 ] 日本銀行のバランスシートの状況について

政策手段の多様化・強化を行なう際に重要となってくるポイントは、資金を供給した結果として日銀のバランスシートがどういう状態となるかという点である。図表 15 のとおり、ゼロ金利政策導入前の 98 年末と 2002 年末の状況を比較すると、日銀の資金供給額(日銀発行券残高と当座預金残高)の増加に伴って、バランスシートは大幅に拡大している。これら供給された資金の増加分は、バランスシート上では、資産サイドの国債、買入手形の増加分と貸出の減少分(公定歩合での貸出が機能していないため市中銀行への貸出の実績はほぼゼロとなっている)の合計に見合っている。つまり、日銀発行券残高と当座預金残高(銀行がいつでも現金化できる預金)の合計値を市中に出回っている通貨の残高と考えれば、通貨の価値は日銀の保有する資産の価値に裏打ちされたものと考えることができる。

したがって、日銀が株、不動産資産、外債といった従来保有していなかった資産を購入した場合、それに見合って通貨の価値も変わってくる可能性があることを認識しておく必要があるだろう。

( 図表 15 ) 日本銀行のバランスシートの変化



(注1) 資産のその他は、貸出、金地金、買い現先、外為など、国債は長期国債、短期国債、政府短期証券の残高の合計

(注2) 負債のその他は、売り現先、売出手形、引当金など

(資料) 日本銀行「金融経済統計月報」

本レポートに掲載された意見・予測等は資料作成時点の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります