

第3章 財政問題下での量的・質的金融緩和とその出口戦略

北 村 行 伸*

1. はじめに

2007年のサブプライム・ローン危機以後に国際的に波及した金融危機については、部分的には別の方法で解決した方が良かったという案件はあると思われるが、全体として世界恐慌を阻止したという点では、各国政府・中央銀行の政策協調は成功したと判断していいだろう。

今まさに各国政府の財政・金融当局は平時経済への復帰を目指して動き始めたところである。本稿では、経済の正常化に向けて考慮すべき問題点について論じたい。

ここでは、まず、今回のような世界規模での経済危機に対する経済政策の考え方を整理しておきたい。歴史上、金融危機への処方箋を初めて論じたのは、ウォルター・バジョットの『ロンバート街』である。その中でバジョットは「平時であれば中央銀行は金本位制ルールに従うべきものであるが、危機時にはそれら平時のルールをなげうって、危機に陥っている金融機関へ惜しみなく資金供給を行うべきであり、それを大衆に知らしめるべきである」と論じている。バジョットの教訓はいろいろあるが、現在、我々がバジョット・ルールとして知っている、最後の貸し手機能には「貸し出しに際しては懲罰的な金利を課すべきということと、平常時の経済にできるだけ早く戻すべき」という条件が付けられていたが、これらの条件は今ではほとんど無視されている。

バジョットが扱ったような銀行危機からの復帰は、早ければ早いほど良いと考えられていたので、平常時経済にできるだけ早く戻すべきだと主張されていた。

しかし、現実の経済の様相はもう少し複雑化している。例えば、ユーロ圏経済危機の時には、一国の財政危機が、他国の銀行危機を誘引し、それがさらに第三国の財政危機をもたらすといった危機の連鎖が見られた。日本でも1997年の金融危機は1991年のバブル崩壊から蓄積されてきた不良債権問題が顕在化したものではあるが、同じ年の春から夏にかけて生じたアジア金

* 本稿は金融調査研究会第2研究グループの平成25年度研究テーマ「わが国の財政問題と金融システムへの影響」の下で行われた研究成果である。研究の機会を与えていただき、貴重なコメントを頂いた、研究会のメンバー、全国銀行協会金融調査部メンバー、オブザーバーおよび研究会講師の方々に対して御礼を申し上げる。

融危機とも無関係ではないだろう。さらに2008年のリーマン・ブラザーズの破綻ショックに関しては、日本の金融機関は直接的な損失を出したケースは限定されており、むしろ、金融危機に誘発された需要の落ち込みが、製造業への需要ショックを与え、それが増幅してはるかに大きな経済的なダメージを受けたと見るべきだろう。このような状況は、危機に次ぐ危機ということで、ゆっくりと平時経済への出口を考える余裕も与えられなかったと表現してもおかしくはない。このような場合、危機からの復帰は早ければ早いほど良いとは言えず、むしろ根本的な問題の解決までには、相当の時間がかかるものであると認めた方が良さそうである。

経済政策を分類する時に事前的政策と事後的政策を分けることがある。金融危機からの正常化への復帰をいかにはたすかという問題はある意味では事後処理であるが、ある意味では、次の危機に対する事前処理であるとも解釈できる。一般論としては経済危機が起こる前に事前に各種の政策メジャーや情報に基づいて早期是正措置を行いながら危機を回避するというマクロ（ミクロ）ブルーデンス政策が事前的政策の典型である¹。それに対して、危機が発生した後に、その危機の波及を阻止し、損失を最小限に抑え、また、破たん処理を迅速化し、経済再建を促す政策を事後的政策という。

よく金融政策の一つの役割として、宴たけなわの時にパーティのカクテルを引き上げるように、景気の過熱を防ぐという事前的政策をとることが求められており、そのような不人気な政策は、高い独立性をもった中央銀行でしか実行できないと言われる。このような政策は、流れに立ち向かう政策（leaning against the wind policy）あるいは反景気循環政策（countercyclical policy）とも呼ばれるが、本稿の関心は過熱した経済を落ち着かせるというものではなく、経済危機に際して財政と金融政策で打てるだけの緊急対策を発動した結果、巨額の政府債務残高とゼロ金利、巨大な中央銀行バランス・シートなど決して平時では見られないような状況を生み出したが、それを如何に正常状態に戻すかというものである。その意味では、ここで扱う政策問題は、我々がこれまでに考えてきた事前的政策、事後的政策では扱えない問題を含んでいる。

すなわち、金融危機後の経済の事後処理的な側面もあるが、平常状態に戻った時の経済運営を如何に行うかということを決めておくこと、また、今回の危機の発生の原因究明を通して、次に問題が発生した場合には早期是正を行うことと考えれば、これは事前的政策あるいは、正常化に向けた事前の制度設計であると考えた方が良さそうである。また、日本経済が直面している問題は短期的な経済危機ではなく、長期的な構造問題であると考えれば政策対応も違ってくるとすることも指摘しておきたい。以下では、経済の正常化に向けた具体的な政策対応について考えていきたい。

1 ブルーデンス政策の広範な解説と日本の対応については翁（2010）を参照。

2. アコードの歴史的経緯

日本経済については1985年以後のバブル経済とその崩壊後の1990年代、特に日本国内での金融危機が発生した1997年から現在にいたるまで、経済活動が低迷し、デフレに陥るなど、これまで経験したことのない状況に直面してきた。また2007年に始まったサブプライム・ローン問題に端を発する金融危機に際して、世界の主要国は総力をあげて対処し、世界恐慌に陥るという最悪のケースは回避したが、その過程で、ゼロ金利政策、量的緩和政策などの非伝統的手段による政策を行った。その結果、中央銀行の金融政策および政府の財政政策が正常化へ戻る道のりを戦略として考える必要がでてきた。本節ではアメリカが大恐慌、第2次世界大戦を経て行ってきた金融・財政政策協調から正常化へ向けた合意としてのアコードの経験を検討する。

2.1 歴史的推移²

アコード前史

1951年3月の財務省と連銀のアコードまでの道のりをどこから始めればいだろうか。やはり1929年10月の大恐慌から始まる世界的な混乱とそれへの対処、さらに1930年代のナチの台頭から、第2次世界大戦へつながる一連の流れを見ておくことが適切だろう。

この間、アメリカ政府は、ニューディール政策や戦費調達のために大量の国債を発行し、それを円滑に維持するために、金利を低く抑える必要があった。金融政策の枠組みは法定準備率の操作と国債市場でのオペレーションが中心であった。1932年のグラス・スティーガル法では、連銀に銀行券発行残高の60%を国債で保有することを認めており、連銀は大量の国債を保有することが可能になった。1933年に金本位制を離脱し、公定歩合を引き下げることで、大恐慌から回復に転じたが、民間銀行からの貸し出しは低迷し、所要準備を40%程度超える準備預金を連銀口座に積み上げていた。連銀も民間銀行の懸念を考慮して法定準備率を1936年から1937年にかけて3度にわたって引き上げた。連銀は、この間、「秩序ある国債市場を維持すること」を標榜しており、大規模な長期国債の買いオペは1941年12月の真珠湾攻撃までそれほど行われていなかった。真珠湾攻撃によるアメリカの参戦によって、財政赤字の拡大とインフレが予想され、国債価格は下落した。真珠湾攻撃から2週間以内に財務省と連銀の間で、長期国債（25年債）の金利を2.5%以下に維持するという合意が醸成された。それに対応する短

² 本節は富田（2004、2006）、Hetzl and Leach（2001a,b）、Eichengreen and Garber（1991）を参考にした。

期金利については、0.375%で財務省証券（TB）金利を維持するということで合意に達した³。

富田（2004、p.54）によれば、第2次世界大戦中、財務省と連銀のTB金利維持政策が、継続されるという信認が市場関係者に生まれ、長期国債価格も安定するという確信が醸成される中で、機関投資家を中心に長期国債の購入を拡大していき、その結果として、長期国債の金利も低下したということである。戦費調達のために発行された国債の残高がピークに達したのは1946年2月であり、連銀は全ての市場性国債残高の11.5%を保有していた⁴。

1945年の終戦を迎え、資金需要が軍需を中心とした公共需要だけの状態から、しだいに民需に転換するようになっていった。このことは、金融機関が大量に抱えている国債を売却し、民間部門からの資金需要に応えることを意味する。つまり、大規模な国債売却ニーズが発生し、国債価格が大幅に下落する可能性が存在したのである。連銀は国債買入れを増やし、穏やかな金利上昇を認めつつ、戦時の金利体系からの離脱をはかった。具体的には1947年6月から1948年10月にかけて、TBは0.375%から1.1%へ、1年物利付国債は0.875%から1.25%へ、長期国債は2.2%から2.48%へと上昇した⁵。

アコードの締結

1950年6月に朝鮮戦争が勃発し、アメリカ政府の財政赤字拡大懸念に伴い、長期金利が上昇し始めた。9月15日には、マッカーサー元帥が仁川に上陸し、中国軍が11月末に鴨緑江をわたり、軍事緊張が高まった。

アメリカ国内では消費者物価は1947年末以後上昇を始め、朝鮮戦争がそれに拍車をかけた。実際に1951年2月までの消費者物価上昇率は年率で21%に達していた。また、この間連銀の国債購入も増加したことは前述の通りである。

トルーマン大統領は1951年1月25日に賃金と物価を凍結し、住宅ローン金利を引き上げた。さらに戦費調達のための増税も行った。それでも戦費調達のためには国債発行を続けざるを得ない状況にあり、そのためにも、国債金利を低く抑えることが必要であった。

1951年3月1日の連邦公開市場委員会（FOMC）では、連銀は1951年を通じて1.75%の公

3 富田（2004、p.62）によれば、実際に連銀が国債価格支持政策、金利釘付政策としてコミットしたのは、この3か月物財務省証券（TB）を0.375%で維持するということだけであり、長期国債の金利2.5%は暗黙の合意に過ぎなかったということである。

4 国債ポートフォリオの保有内訳は、各国債の全発行残高の内、TBが76%、利付短期国債（証書）が20%、中期国債が7%、長期国債が0.8%であった。明らかに連銀は、TBおよび短期国債中心のポートフォリオを組んでいた。

5 短期金利の上昇の方が長期金利の上昇より大きかったということは、イールドがフラット化し期待インフレ率を抑制することに成功していることを意味する。また、商業銀行の保有する国債は1950年末までに、618億ドルにまで減少し、満期までの残存期間も短期化し、金利リスクへの脆弱性を低下させている。

定歩合を維持し、財務省は市場性国債を非市場性国債と交換（ボンド・コンバージョン）し⁶、市場性国債の残高を減らすこととした。3月3日にFOMCで財務省との合意事項が承認され、3月4日にアコードという形で次のような声明が発表された。

「財務省と連銀は、債務管理政策と金融政策が、政府の資金調達成功と同時に債務のマネタイゼーションの最小化という共通の目標をさらに追及すべきであるという点に関して完全な合意に達した⁷。」（Federal Reserve Bulletin, vol. 37, p.267, March 1951）

このアコードは、連銀が、それまで暗黙裡に続けてきた、国債価格支持政策やイールドカーブの固定化から解放され、短期財務省証券（TB）の売買に基本的に専念することにした（Bills Only政策）と解釈すれば、政府や財務省から連銀が独立性を確保した宣言であると見ることもできる。しかし、既に見てきたように、連銀が国債価格支持政策にコミットしているのは財務省証券（TB）についてだけであり、国債ポートフォリオもTB中心に構成されており、とりたてて連銀が財務省の支配から解放されたという内容には読めない。むしろこれは、戦前、戦中に拡大してきた政府債務残高を、市場メカニズムを通じた価格・金利決定の中で、徐々に削減していくための出口戦略を財務省と連銀で共同して、模索していくという宣言だと解釈することもできるだろう。

アコードから1963年まで

アコードについて言及される場合、1951年3月までに限定されることが多いが、実際に、アコードがどのような効果を持ち、どのように進化していったのかを追うことも重要であろう。例えば、Friedman and Schwartz（1963, pp.623-638）では、1961年頃までにはBills Only政策⁸を放棄せざるを得なくなる状況に直面していたと論じている。当時、アメリカ経済は高い失業率と国際収支の赤字に直面していた。景気を刺激するためには金融を緩和して長期金利を引き下げる必要があるが、国外への資本（金）流出を防ぐためには短期金利を引き下げることができないというジレンマに直面していたのである。そこで連邦準備制度理事会（FRB）は公開市場で長期国債を購入し、長期金利を安定させつつ、公定歩合や短期金利を維持するツイスト・オペレーション（金利の期間構造の逆誘導）を実施するために、Bills Only政策を放棄し

6 具体的には1945年に発行された2.5%利付国債（1972年12月満期）を額面価格で、2.75%利付非市場性国債と交換するというオペレーションである。非市場性国債は136億ドル発行され、同額の市場性長期国債は減少した。商業銀行の他に保険会社、政府機関、連銀がボンド・コンバージョンに参加した。

7 しかし、財務省と連銀の間に、対立する目的について、どのように妥協するかという合意は得られていない。

8 またFriedman and Schwartz（1963, pp.632-633）は1953年にはニューヨーク連銀を中心に短期財務省証券（TB）だけを取引することに限界があり、長期国債の保有も考えるべきであるという議論が出始め、実際には1960年にはBills Only政策ではなく、Bills Preferably政策に変化していたと論じている。

たのである。

1961年にケネディー政権が誕生して、連銀と財務省の関係も変化し、マーチン（William McChesney Martin）FOMC議長の下で、Bills Only政策から、通常の公開市場操作が行える体制へと変化したことで、連銀は現代的な中央銀行の金融政策手段を備えた、独立した中央銀行へと変貌を遂げたのである⁹。

この間、1951年のアコード締結から1963年までの12年間は長いトンネルを出口に向かって走ってきたと解釈できるのではないだろうか。

2.2 アコードの意義

Hetzle and Leach（2001b）では、アコードをきっかけとしてマーチンFOMC議長が提案した論点を3つ指摘している。第1に、連銀は経済の流れに立ち向かう政策を実施することで、景気循環の変動を和らげ、物価の安定を維持することが可能になるという論点である。これは中央銀行が、経済の先行きに対して、事前の政策対応をすることで、マクロ経済に安定性を生み出す効果を期待した手法である。マーチン議長は、このような政策を果敢に実行するためには、連銀が財務省や政府から独立して政策決定ができることが重要であることを指摘している¹⁰。

第2の論点は国債取引およびそこで形成される価格・金利の安定性は連銀や財務省の関与によってもたらされるものではなく、自由な市場取引環境の中で醸成されるべきものであるという論点である。この点は極めて重要であり、アメリカの金融市場が世界中の資金が集まる開かれた市場として機能していくためには、魅力的な市場インフラを構築する必要があるという認識である。この時期から、アメリカ証券市場、株式市場、商品市場などが次々と近代化され、自由な取引環境が整えられていった。また、連銀は国債市場に参加はするが、金利水準や期待インフレ率の形成に対しては、市場参加者の判断が反映されるものにすべきであり、金利水準維持政策は、通常時の政策としては放棄すべきものとされた。

第3の論点は、連邦準備銀行制度の運営枠組みを見直し、金融政策決定に関してはFOMCで行われ、そこには連銀理事と地区連銀総裁が参加することとしたことである。連銀理事会がそれまで持っていた政策決定権は取り上げられた。また、ニューヨーク連銀の公開市場操作担当デスクはニューヨーク連銀経由ではなく、直接に公開市場委員会に市場業況を報告するシステムに変更した。このような連銀システムの改革が意識されることは少ないが、現在まで続く連銀の政策運営体制がこの時期に形成されたのである。

財務省と連銀の1951年3月のアコードは、締結時点で完結したものではなく、むしろ、そ

9 この点に関してはHetzle and Leach（2001b）参照。

10 この論点と似たような指摘を白川（2010）も行っている。

の後の連銀の機能強化、中央銀行の行う金融政策の形成する契機となったと考えるべきであろう。別の言い方をすれば、アコードは、出口に向かったトンネルの入り口であって、アコードが即出口で、その後は経済活動が正常化したということではなかった。金利水準の変化は、アコード直後に起こったが、国債保有残高を減らし、かつイールドを誘導してインフレ期待形成を安定させるには、相当の時間と経験が必要であったということは強く認識しておく必要がある¹¹。

3. 欧米の出口戦略

一般に、喧伝されている中央銀行の出口戦略とは、短期金利を引き上げて、中央銀行のバランス・シートの規模を縮小すること、あるいはそれを正常な水準に引き戻すことである。また、そのためのスケジュールを明らかにし、どの程度のスピードでそれを実施していくかを説明することである。

短期金利の引き上げは期待チャネルを通して、長期金利は上昇するだろうし、為替レートは切り上がる可能性が高く、資産価格は下落することが予想されている。また、中央銀行がバランス・シートを縮小するために、保有資産を売却することによっても、資産価格は下落するだろう。さらに、中央銀行の量的緩和の縮小も、金利上昇をもたらすだろうと考えられている。問題は、強い副作用をもたらすことなしに、正常な経済状態に如何に復帰するかということである。

3.1 FRBの出口戦略

ベン・バーナンキ連銀前議長は2009年7月から2010年3月頃にかけて、4度にわたって、アメリカ合衆国下院議会金融サービス委員会公聴会でFRBの出口戦略の概略を述べている。要約すると以下のようなになる¹²。

- (1) 経済状況が正常化するに応じて、過剰な流動性供給を削減していく。
- (2) 貸出金利を正常な水準に戻す。

11 アメリカと同様に1950年代のイギリスでも国債残高がGDP比で高まり、国債の保有構造が国内において金利上昇に対して不安定化しやすい状況にあった。ラドクリフ報告(1959)として知られているが、イングランド銀行は財務省と協調して、公開市場操作において、国債価格の急落を防止する価格維持政策をとり、財務省は国債管理政策を行うことによって、両者一体となり、「一般的流動性効果」を通じてイールドカーブ全体をコントロールしようとしていた。この政策は1960年代に至るまで、金融政策、国債管理政策、金融規制環境が一体化した総合的な政策運営として行われた。アメリカのアコードと比べると、イングランド銀行と財務省が協調して、ケインズ政策を実施していこうという意味では、アベノミックスにより近いものであったと評価していいかもしれない。

12 以下の要約はBlinder (2010) に従っている。基になっているのはBernanke (2010) である。

- (3) 政府関連機関、例えば連邦住宅抵当公庫、の発行する公債や不動産担保証券（MBS）を満期まで保有して償却する。
- (4) 預金金利を引き上げる。
- (5) 準備預金を削減する目的で、準備預金としては使えない利付預金口座を金融機関に提供する。
- (6) 準備預金を削減する目的で、リバース（逆）レポ（reverse repos：買戻し条件付きの売りオペ）を提供する。
- (7) 通常の公開市場操作を通して証券を売買する。

ここではフェデラル・ファンド金利（政策金利）をいつ切り上げるかについては論じられていないが、過剰流動性が解消していく中、市場金利の上昇と見合う形で政策金利も引き上げられるだろう。

出口戦略の基本は、金融危機時に発動した、様々な流動性供給チャンネルを徐々に縮小あるいは停止していくこと、そして、中央銀行の拡大したバランス・シートから、市場に混乱をきたさない程度に資産を放出して、流動性を回収することにある。問題は1951年のアコードの経緯からも明らかなように、出口へのトンネルに入ったとしても、それから本格的に出られたのは1963年であり、実に12年もかかったということである。出口戦略の採用が即正常化に結びつくわけではなく、また、中央銀行のバランス・シートだけを通常の水準に戻せばいいという話ではなく、政府の財政収支の改善によって政府債務残高を削減していくプロセスの中で達成されるものである。言うまでもなく、このような改善は徐々にしか達成できないものであることを市場参加者に周知しておくことが肝心である。

また、出口戦略に関して、一般に、金融危機以前の水準への復帰をもって正常化とするような議論が見られるが、長期にわたる経済構造の変化がその間に起こっていることが認識されていれば、新しい定常状態を想定して、その水準に着地することが望ましいだろう。日本のように、少子高齢化が進み、地方経済の過疎化が進んだ場合の経済構造は、1990年代のそれとは大きく違っているはずである。従って、出口戦略には、新しい経済構造への誘導という意味合いもあることを忘れてはならない。

Roach（2009）は金融危機対応としての流動性（資金）供給政策と、危機後の出口政策の間の政治経済学的な非対称性について論じている。その中でRoachは、早急な出口戦略による景気の腰折れやインフレリスクを強調する伝統的な非対称性アプローチでは、出口戦略の発動タイミングは先延ばしになるが、金融システムの安定化を強調するアプローチでは、景気の腰折れリスクよりも資産バブルや信用バブルの発生を懸念する判断が優先され、早期是正措置と

して速やかな出口戦略がとられるだろうと論じている。このいずれがとられるかは、政策当局の判断と政治家の判断にも依存している。Roachは景気腰折れリスクを懸念した政治的判断に基づく、先延ばし戦略が、より深刻な経済危機を招く可能性について憂慮している。

Roachはまた、出口戦略は国際的な波及効果、外部効果があることも指摘している。バーゼル銀行監督委員会（BIS）や国際通貨基金（IMF）などが各国の金融状況に対して、監視し、必要であれば早期是正勧告を行うようなシステミック・リスクを管理する国際協調体制が必要であると論じている。確かに、世界恐慌後、第2世界大戦を経て、国際通貨管理体制が確立されたが、今回の金融危機後に国際的な危機管理体制を再構築するという課題に取り組もうという機運は高まっていないようである¹³。

3.2 ECBの出口戦略

欧州中央銀行（ECB）も正常化に向けた出口戦略を模索しつつある。しかし、ECBの場合、FRBや日本銀行とはいくつかの点で違っている。ここでは、ECB固有の政策課題について概観しておきたい¹⁴。

今はある程度落ち着いているように見えるが、欧州債務問題はまだ、完全には解決しておらず、経済状況によっては、債務問題を顕在化させる可能性のある国も残っている。そのような状況では、国によって国債金利水準の違いも残っているだろうし、金利差（interest rate spreads）が低下するという状況にも達していない。すなわち、欧州インターバンク市場（短期金融市場）の機能も完全には復活していない。このことは、欧州全体が出口に向かって一体的に戦略をとれるという状況ではないということをも物語っている。当面、ECBが出口戦略を発動するということは、金融政策の引き締めを意味することになり、欧州経済全体を見渡した時に、そのような時期に達しているとはまだ判断できないということである。

出口戦略に関して、中央銀行のバランス・シートの構成を変えるということも一つの戦略として考えることができる。金融・財政危機以前には、中央銀行のバランス・シートに含まれているのは、主として優良な短期国債および政府証券であり、それをを用いて短期金利（政策金利）を操作していた。それらの債券には満期リスクも評価損リスクも含まれていなかった。ところが、危機後には、ECBが債務危機に陥った国の満期までの残存期間の長い国債を購入し、

13 もちろんBISのバーゼル・アコードⅢの導入や銀行規制法としてのアメリカのドッド・フランク法やボルカー・ルール、イギリスでのビッカーズ（Vickers）・レポートなどが議論されてきているが、ブレトン・ウッズ体制のような国際ルールへの合意は得られていない。欧州ではフィンランド中央銀行総裁Erkki Liikanenを議長としたユーロ圏の銀行規制に関する専門家グループがVickersと似たスキームを提案している（Liikanen（2012）参照）。ユーロ圏の金融ガバナンスについてはTirole（2013）が参考になる。

14 Wyplosz（2013）、Blinder et.al.（2013）を参照。

リスクの高い資産を担保として保有するようになった。欧州各国の国債は債務削減 (haircuts) の対象にならないのであれば、ECBのバランス・シートが傷むことはないが、財政再建 (restructuring) の過程で実質的な債務削減が求められるのであれば、ECBは大きな損失を出すことになるだろう。

金融の出口戦略は同時に、各国の公的債務の持続可能性にも依存している。すなわち出口戦略の結果として国債金利が上昇すれば、公的債務の返済に支障をきたし、政府の財政破綻をもたらす可能性を排除できないのであれば、出口戦略を実施することには、大きな制約がかかることになる。別の言い方をすれば、財政がプライマリーバランスを黒字化し、長期的に政府債務を削減していく道筋を立てる財政の出口戦略なしには、金融の出口戦略も機能しないというのが欧州の現実である。

もう一つ欧州で特徴的なことは、中央銀行の金融政策が物価の安定というミッションだけではなく、金融システムの安定化 (financial stability) に対しても責任を負うものであるという認識が高まったことがある。ECBの中に、ユーロ圏全体の銀行監督機関を設置し、マクロ・ブルーデンス監督も欧州システミック・リスク会議を通して実施していく体制を築いた。すなわち、中央銀行は最後の貸し手機能を果たすことが明確に認識されるようになったということである。しかし同時に、このことは、中央銀行の独立性を脅かす種ともなる。中央銀行が行う金融政策を通して、伝統的なミッションである物価の安定のほかに、金融システムの安定化や景気、失業率にまで影響を与えることが求められるようになると、政府の他の政策当局、たとえば、景気に関しては財務省、失業に関しては労働関係当局との間にどのような政策分担ができるのかということが問題になる。また、景気や失業に関しては政治家も様々な問題意識をもって、政策に干渉する可能性がある。そのような状況で中央銀行は政策決定に関して独立性を維持できるのかどうかということも重要な論点として意識されている。

4. 日本の出口戦略

日本の出口戦略を考える場合にも、欧米との違いを認識しておく必要がある。日本の財政赤字の主たる原因は社会保障費の拡大に伴うものであり、金融危機や経済危機に対して出動された緊急財政政策への対応というよりは、構造的、恒常的な支出増に対して、社会保障制度の枠組みの中で収支均衡が達成できるだけの安定した保険料収入が得られていないということである。また、現在の金融緩和の理由も、民間金融機関が破綻の危機にあるといった金融危機への緊急の資金注入というよりは、長引いたデフレからの脱却を目指したものであり、これも日本経済の構造的な問題への対応であると考えた方がいいだろう。

しかし、現実問題として、政府債務残高を拡大しながらゼロ金利を維持することをいつまでも続ける訳にはいかない。その意味では、いずれにせよ出口戦略を考えざるを得ない状況に直面していることも事実である。

具体的に出口戦略を考える上での論点としては次のことが考えられる。第1に、正常状態に戻ったという判断をどのように行うかということがある。ここでは主として中央銀行の出口戦略を考えているので、経済が自律的な成長軌道に乗って、順調に回復しており、その結果、失業率が自然失業率（恒常的な失業率）近くまで減少し、かつ消費者物価指数で測ったインフレ率が1－2％程度で安定しているという状況であれば、正常状態に戻ったと判断していいだろう。しかし、現状のインフレ率について見ると、総合物価指数に基づくインフレ率は消費税引き上げ効果を含んだ2014年4月時点で3.4%にまで上がってきているが、エネルギー・食料品を除いたコアコア・インフレ率は2.3%に止まっている。このことは、この1年間の物価上昇の主因は円安に基づくエネルギー価格やその他の輸入原材料の価格上昇によってもたらされたものであり、内需拡大による国内消費・サービス財の物価上昇によるものではなかったと言える。しかし、逆に消費税引き上げ効果を除いたコアコア・インフレ率が2％程度にまで上昇する時点では、総合インフレ率は4%に達してもおかしくないだろう。どのようなインフレ環境を正常状態と判断すべきかどうかという点に関しては議論の余地が大きい。

また、物価上昇だけがもたらされて、賃金や所得が上昇しなければ国民の生活水準は低下するだけであるという議論もある。そのために政府は経済界に賃金の引き上げを求め、また、雇用の安定しない非正規労働者を正規労働者として雇用するように雇用形態の転換を求めている。もちろん、このような要望に対して企業側の収益が拡大していれば対応が可能かもしれないが、産業構造の変化、人口減少、少子高齢化、熟練労働者の不足など多くの構造問題を抱えている中で、多くの企業は、賃金も雇用もという要望には対応できないというのが実情であろう。

このように実体経済に対する認識とその現実の対応を考えると、財政政策や金融政策などを通して政府が誘導できることには限界があり、それを十分に勘案した上で出口戦略を立てる必要があるということである。

第2の論点として、ゼロ金利解除が期待インフレ率の形成にどのような影響を与えるのを見極める必要がある。たとえ、日本銀行のバランス・シートが拡大した状態にあっても、ゼロ金利を解除して、短期金利を引き上げることは可能である¹⁵。ただ、忘れてはならないのは、

15 加藤（2010）が指摘しているように、長期にわたって短期金融市場が機能してこなかったために、資金調達を行うことが出来る市場参加者がすぐに出てくる保証はない。ある程度時間をかけて、短期金融市場の機能を復活させるしかないだろう。そのためには、民間金融機関が持っている日本銀行の準備預金残高を削減させる方法も考える必要がある。FRBが提案している準備預金とは別口の預金口座開設なども考えられるだろう。

正常状態の下での物価や金利水準、期待インフレ率はあくまで市場参加者が決めるものであって、实体经济と非整合的な物価や金利水準の設定や期待インフレ率の誘導は持続可能ではないし、多くの損失をもたらすことになるだろう。第1の論点とも関連するが、实体经济と整合的な消費税引き上げ効果を除いたコアコア・インフレ率が0.7%程度である時に、無理に2%のインフレーション・ターゲットを設定して超金融緩和策によってそれを達成しようとするれば、一部の資産に資金が流入して資産価格上昇を生むか、海外に資金が流出してしまう可能性が高い。それをあえて実行し続けるのであれば、日本銀行はその後に来る定常状態に関する見通しを提示する必要があるだろう。

第3の論点として、日本銀行のバランス・シート調整の問題がある。2001年から2013年にかけて日本銀行が行ってきた量的緩和策では、日本銀行の市場オペレーションを通じた国債購入については、基本的に残存期間3年未満の国債を、現金流通量を超えない規模で購入するという規律付けをしていた。これは、出口戦略を取り始めた時に、早期に出口に達することが可能になるようなオペレーションを行っていたと考えることができる。それに対して、2013年4月4日、黒田東彦新総裁は異次元金融緩和政策を発表した。そこでは、マネタリー・ベースを年間60-70兆円増加させ、長期国債の保有残高を年間約50兆円増加させていくこと、そして買入国債の残存期間を3年弱から7年に延長するという政策が導入された。現金流通量による国債購入制約も異次元緩和ということで一気に取り払った。その結果、日本銀行のバランス・シートは急激に拡大した。日本銀行が民間銀行の国債を購入することの民間から見たメリットは、民間銀行が、金利引き上げ局面で被ると予想されるキャピタルロスを下させ、そのリスクを日本銀行が肩代わりするということである¹⁶。しかし、日本銀行が大量の国債を市場から吸収したために、日本銀行が将来、公開市場操作によって国債売買を通して期待インフレ率に影響を与える余地は低下したということでもある。また、買入国債の残存期間を延ばすことで、満期まで保有した場合の出口に達するまでの時間は確実に長くなった。

第4の論点は財政問題である。思い出してほしいことは、アメリカの戦後直後の債務残高のピークは1946年であり、アコードが締結されて出口戦略を開始したのが、その5年後の1951年3月であったということである。この歴史的教訓の含意は明らかである。財政問題、とりわけ戦後復興の下で、経済成長が再開し、財政状況が改善し始めた後にアコードが締結されたということである。出口戦略とは経済の正常化に向けた政策対応であるとすれば、財政健全化、

16 実際にメガバンクは軒並み国債保有残高を減らしており、金利リスクを軽減しているが、生命保険やその他の機関投資家、地方銀行などではまだ国債保有残高は高く、金利リスクを抱えている。最近、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は国債保有比率を減らして、株式投資比率を増やすべきであると議論されているが、その際の国債の引受先として日本銀行が想定されている。この問題は年金積立金運用上の安全性と収益性の選択問題であり、GPIFのガバナンスの問題でもある。慎重な議論が望まれるところである。

例えば、プライマリーバランスの黒字化を何年か続けた後に考慮すべきものであると考えてもいいかもしれない。日本銀行のみが出口戦略を急いで導入したところで、財政の健全化への道筋が出来ていなければ、経済全体の正常化にはなかなか結びつかない可能性が高いと言っているだろう。

高田（2013）の議論によれば、ようやく出口にさしかかった現在こそが、国債暴落のリスクが高まっている時期だという。確かに、出口戦略を間違えば、国債の市場価格の暴落やそれに対応した金利の急騰などの可能性も出てくる。財務省が長期的な財政健全化に向けた債務管理や税制を実施していけば、国債市場の暴落は回避できるだろうが、財政健全化に向けた努力を怠り、国債発行を続ければ、どこかの時点で国内民間金融機関が国債を買い入れる資金の限界に達する（fiscal limit）可能性がある。そうなれば、国債発行を通常の条件で発行し、販売していくことが難しくなる。この意味では、財政健全化が最大にして最終的な出口戦略だと言える。

5. おわりに

これまでの議論から明らかなように、財政の健全化に向けた動きが、財務省の「財政に関する長期推計」などの計画上の数字ではなく、統計上確実に観察されなければ、金融政策が出口戦略に思い切っただけ入れないというのが現状ではないだろうか。黒田東彦日銀総裁が出口戦略について語るのには時期尚早であるというのは、このような現状を表明したものかもしれない。

アコードの歴史を見てわかることは、出口戦略とは、経済活動の速やかな正常化に向けた調整と相当の時間のかかる債務処理問題の解決という2面があり、とりあえず出口に達して正常化の道を歩み始めるには、アメリカの場合でも12年かかっている。日本の政治経済の状況を考えると、さらに長時間の調整期間が必要になることが容易に想像できる。

政府債務残高の解消には順調にいても100年以上の年月がかかることが予想される。このような気の遠くなるような調整をあきらめることなく、着実にこなしていける管理能力が日本政府にあるかどうか問われている。財政政策当局は4-5世代先の将来世代が、我々が残した借金を返済することに異存を唱えないような議論が出来るかが問われている。

少子高齢化、人口減少、製造業の空洞化など経済構造がこの20年間で大きく変化した。20年前の状況に戻ることが正常化ではない。金融政策当局はこの新しい経済環境の下での有効な政策処方箋を準備する必要がある、それが出口後の新しい政策課題となるだろう。

このように財政の長期的な視点と、金融の短期的な視点がうまく組み合わされた政策ミックスが求められているのである。

参考文献

- 翁百合 (2010) 『金融危機とプルーデンス政策』、日本経済新聞出版社
- 翁邦雄 (2013a) 『金融政策のフロンティア』、日本評論社
- 翁邦雄 (2013b) 『日本銀行』、ちくま新書
- 加藤出 (2010) 「短期金融市場の現場で何が起きたか？ 量的緩和策と現在の非伝統的政策との比較を踏まえて」、『ファイナンシャル・レビュー』、平成22年第1号(通巻第99号)、2010年2月、pp.115-151.
- ケインズ、J.M.(2013)『デフレ不況をいかに克服するか：ケインズ1930年代評論集』（松川周二(監訳)）文春学藝ライブラリー
- 白川方明 (2008) 『現代の金融政策』、日本経済新聞出版社
- 白川方明 (2010) 「金融政策再考」、IMF・ECB・FRB共催ハイレベル・コンファランス講演
- 東京財団 (2013) 『政策提言 財政危機時の政府の対応プラン』、2013年7月
- 富田俊基 (2004) 「財務省・連銀によるアコードの検証」、『知的資産創造』2004年1月号、pp.46-65.
- 富田俊基 (2006) 『国債の歴史』、東洋経済新報社
- 高田創 (2013) 『国債暴落』、中央公論新社
- Bernanke, Ben, S. (2010) “Federal Reserve’s Exit Strategy”, Testimony before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, Washington, D.C. February 10, 2010.
- Blinder, Alan, S. (2010) “Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies”, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, November/December 2010, pp.465-480.
- Blinder, Alan, Thomas J. Jordan, Donald Kohn and Frederic S. Mishkin. (2013) *Exit Strategy*, Geneva Reports on the World Economy, No.15, International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB) and Centre for Economic Policy Research (CEPR) .
- Den Haan , Wouter (ed) (2013) *Forward Guidance*, A VoxEU. Org eBook, CEPR.
- Eichengreen, Barry and Peter M. Garber (1991) “Before the Accord: U.S.Monetary-Financial Policy, 1945-51”, R. Glenn Hubbard, (ed.) (1991) *Financial Markets and Financial Crises*, NBER and The University of Chicago Press.
- Friedman, Milton. (1960) *A Program for Monetary Stability*, Fordham University Press.

- Friedman, Milton and Anna Jacobson Schwartz. (1963) *A Monetary History of The United States, 1867-1960*, National Bureau of Economic Research and Princeton University Press.
- Hetzel, Robert L. and Leach, Ralph F. (2001a) "The Treasury-Fed Accord: A New Narrative Account", Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Quarterly*, vol. 87/1 Winter 2001, pp.33-55.
- Hetzel, Robert L. and Leach, Ralph F. (2001b) "After the Accord: Reminiscences on the Birth of the Modern Fed", Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Quarterly*, vol. 87/1 Winter 2001, pp.57-64.
- Liikanen, Erkki (2012) *High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector*, Final Report, Brussels, 2 October 2012.
- Roach, Stephen S. (2009) "The Political Economy of the Exit Strategy", Morgan Stanley Research Report, December 2, 2009.
- Tirole, Jean. (2013) "What Future for The Eurozone Governance?", presented at the 70th Annual Meeting of Japan Society of Monetary Economics, Hitotsubashi University on May 25, 2013.
- Walsh, Carl E. (1993) "Federal Reserve Independence and the Accord of 1951", *FRBSF Weekly Letter*, Number 93-21, May 28, 1993.
- Woodford, Michael. (2003) *Interest and Prices*, Princeton University Press.
- Wyplosz, Charles. (2013) "Exit Strategies: Note", Directorate General for Internal Policies, Policy Department A: Economic and Scientific Policy, European Parliament. IP/A/ECON/NT/2013-04