

レッスン02 金融政策と中央銀行

(1) 金融政策とは

金融政策とは、日銀当座預金の変動（資金供給）を通して政策金利を上げ下げすることなどにより、信用の拡張・収縮（貨幣供給）を促し、景気（経済活動）をコントロールする政策です。

景気をコントロールすることを「総需要の調整」と言い、すでにみたとおり金融政策は総需要調整策の一つです。総需要管理政策、景気平準化策などということもあります。

通常の金融政策では、

景気が悪い時 → 失業が増加する → 政策金利を下げて景気を刺激する

景気が過熱した時 → インフレが起きる → 政策金利を上げて景気を鎮静化する

という操作が行われます。前者を金融緩和、後者を金融引締めといいます。これらを、第2部で学びます。現在、日銀は非伝統的金融政策を行っているので、政策金利の上げ下げ以外の方法で金融緩和・引締めを行っていますが、それは第4部以降で学ぶことにします。

(2) 金融政策の目的

1. 3つの目的

金融政策の目的は、しばしば以下の3つとされてきました。

- ① 物価の安定
- ② 完全雇用の達成（景気の刺激。潜在成長率の達成）
- ③ 国際収支の均衡ないし為替レートの安定

であり、多くのマクロ経済学や金融論のテキストがこれを挙げています。

2. 目的間相互のトレードオフ

これら3つの目的は、相互にトレードオフの関係に立つことがあります。一つは、①物価の安定と②完全雇用の達成のトレードオフです。つまり、短期的には、

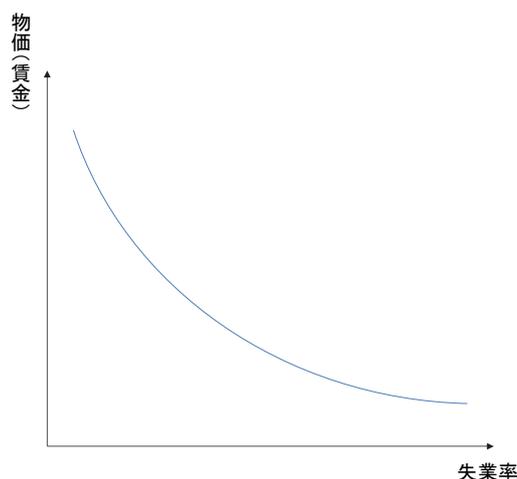
金融引締め → 物価は安定（インフレ鎮静）に向かうが、完全雇用は達成しない

金融緩和 → 完全雇用は達成に向かうが、物価は安定（インフレ鎮静）しない

ということが起こりえます。

フィリップス曲線は、失業率（あるいは目盛を逆にとった GDP 成長率）を横軸に、物価上昇率（あるいは賃金上昇率）を縦軸に取って描いた曲線であり（図表 2）、この様子を表しています²。もっとも、どの程度のインフレを許容するか、どの程度の雇用（成長）をもって完全雇用（潜在的成長）の達成と見るかは、主観的な問題ですから、いつでも①と②の「同時達成」が不可能なわけではありません。

図表 2 フィリップス曲線



また、③国際収支の安定と②物価の安定あるいは①完全雇用との間にもトレードオフの関係が想定できます。まず、国際収支（経常収支）の赤字が拡大しておりこれを縮小したい時を例にとると、

金融引締め → 国際収支は黒字化に向かうが、完全雇用は達成しない

となります。金融を引き締めると内需が減るので、主として輸入が減ることから国際収支における経常収支の一部である財・サービス収支が黒字化します。が、内需の減少は完全雇用の達成に逆行します。逆に、国際収支黒字が拡大しその縮小を求められる時には、

金融緩和 → 国際収支は赤字化に向かうが、物価は安定（インフレ鎮静）しない

ということが起こりえます。内需拡大で輸入が増え、財・サービス収支が赤字化します。一方、内需拡大はインフレ抑制を防げます。

以上は、実は外国為替制度が固定相場制であることを前提にした議論です。変動相場制下では、国際収支の不均衡は為替レートの変動によって速やかに調整されると考えられました（現実には、1973年以降、日本を含む先進各国は変動相場制に移行しましたが、経常収支不均衡はなくなりません）。そこで、③為替レートの安定と、①あるいは②の間にトレードオフの関係が想定されます。為替を円高

² 物価と賃金が、なぜ代替的に同じ軸にとられるのかについては、賃金があらゆる財・サービスの生産コストであることを考えれば、納得がいくでしょう。

に誘導したいとき、

金融引締め → 為替は円高に向かうが、完全雇用は達成しない

こととなります。国内金利が国外金利よりも高くなるので、円資産の魅力が高まり、円買いが起きます。一方、高金利で景気は減速してしまいます。逆に円安を引き起こしたいとき、

金融緩和 → 為替は円安に向かうが、物価は安定（インフレ鎮静）しない

こととなります。円資産の魅力が低下して、円売りが起きます。一方、低金利で景気が刺激されるし、円安で輸入物価も上昇するのでインフレは鎮静しません。

実は、為替操作を行わないこと、また金融政策を為替操作のために使わないことは、現在は先進国間における暗黙の了解事項です。しかし、現実には、第 2 部でもみるように、為替レートの変動を通じるルートは、金融政策の重要な波及経路の一部であり、実際に世界金融危機後の先進各国の金融政策は為替レートを意識して行われたとみて間違いありません。

さらに、前述のとおり、変動相場制下でも国際収支の経常収支不均衡はなくなりませんので、金融政策の発動時に、依然として国際収支が意識されているのも事実です。

3. シングルマンドレートとデュアルマンドレート

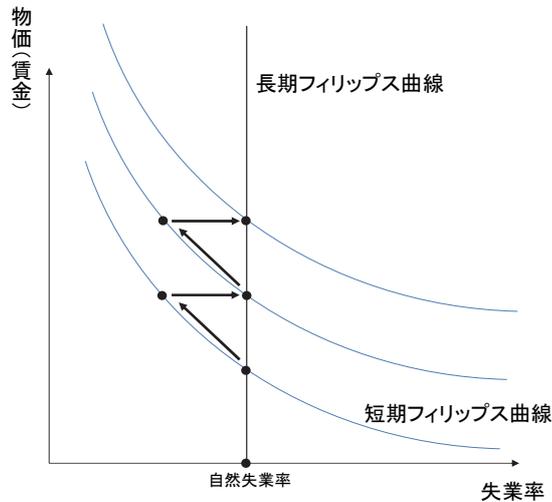
しかし、1990 年代に入り、中央銀行が行う金融政策は、その目的を①の物価の安定に絞るべきだ、という考え方が広がってきました³。その背景にはマネタリズムの考え方の台頭があります。

すなわち、M・フリードマンは、政策当局によってどのような金融政策が採用されたとしても、経済は長期的には自然失業率以外の水準にとどまれないという、「自然失業率仮説」を提示しました（1968 年）。これはフィリップス曲線が長期的には垂直になることを意味します（長期フィリップス曲線。図表 3）⁴。「長期にわたる金融政策は、失業率を下げずにインフレ率のみを上昇させる」ことになり、言い換えれば、賃金や物価の調整が完了する長期では、物価の安定と完全雇用の達成のトレードオフは存在しないこととなります。金融政策で制御できる変数は物価上昇率のみであって、金融政策はそれに専念すべきである、という結論が導かれます。

³ この動きは、マネースtock管理による政策の枠組みが形骸化したこと（レッスン 8）や、レッスン 9 で学ぶインフレ目標政策の登場とも深い関わりを持っています。

⁴ 金融緩和により、物価の上昇を容認すれば、失業率が低下するのは、短期での話です。これは、賃金＝物価の上昇により、労働の供給が促進されるからです（労働者の貨幣錯覚）。ですが、長期的には、物価が上昇すると賃金は目減りするのので、実質賃金はそのままです。労働の供給は長期では増加せず、フィリップス曲線は上方にシフトします（長期的には貨幣錯覚は解消）。この短期フィリップス曲線の上方シフトをつないでいくと、図表 3 のように垂直の長期フィリップス曲線が描けます。

図表3 長期フィリップス曲線



こうして、1990年代以降、「物価の安定」が金融政策の唯一の目的である、といった考え方が非常に強まりました。世界の中銀の多くはこの考え方を取り入れ、1998年設立の欧州中央銀行（ECB）の根拠法や、その前年に改正された日銀法にもこれが明記されました（後述）。

ところが、2008年の世界金融危機後、世界的な不況が訪れ、中銀にも景気の底上げ（完全雇用の達成）の役割が強く求められるようになると、状況は一変します。アメリカの中銀である連邦準備制度理事会（FRB）は、そもそも1977年以来、明示的に「物価の安定」と「完全雇用の達成」の2つを目的としており、これをデュアルマンドートと呼びますが、これこそが正しい考え方だ、という論調が強まりました。

各国中銀は、シングルマンドートを掲げる根拠法を変更することこそしていませんが、現在、主要国中銀において行われている非伝統的金融政策は、むしろ経済成長（雇用）にも配慮するデュアルマンドートの考え方に沿って行われていると言っても過言ではありません。

4. 資産価格の安定は財政金融政策の「目的」になりうるか

ところで、「物価の安定」と言う場合には、一般物価、つまり財やサービスの値段の全体を指します。そこには、株価や地価などの資産価格を含みません。資産価格のファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）からかけ離れた高騰を、一般にバブルと呼びます。1980年代の日本の平成バブルの時、地価や株価は急騰する一方、一般物価はさほど上昇しませんでした。資産価格への目配りが遅れたことが、金融引締めが遅れを招き、バブルを増長させた、とも考えられます。

しかし、資産価格の安定は、金融政策の目標にはなりにくい、というのが一般的な考え方です。一般物価の上昇（インフレーション）は、意図せざる所得再分配を行ったり、適正な資源配分を阻害したりするので、ただちに悪いことです。これに対し、株価、地価などの資産価格の上昇は、配当や賃料が上がれば当然のことですので、ただちに悪いこととはいえません。資産価格を一定に保つ政策は、理論的には正しいとはいえません。

ただし、バブル期のように、地価や株価がファンダメンタルズからかけ離れて大幅に上昇したときは別で、中銀は資産価格の大幅な変動を抑えるように政策を行うのが望ましいという考え方もあります（レッスン 17 でもう一度触れます）。とはいえ、地価や株価が上昇しているただ中で、それがバブルかどうかを判断するのは、現実には至難の業です。

（３） 金融政策の運営手順——手段（tool）、目標（target）、目的（goal）

金融政策がどのように行われるかは、国や時代によってバリエーションがありますが、それは、金融政策の運営手順に沿って、手段（tool）、目標（target）、目的（goal）に何が採用されているかによって特徴づけられます。

金融政策の運営手順： 政策手段 → 目標 → 目的

「目的」は、政策によって達成しようとする最終的な事柄（到達点、ゴール）を指します。具体的には、すでに（２）で見たとおり、物価の安定、完全雇用の達成、国際収支の均衡または為替レートの安定でした。これを最終目標と呼ぶこともあります。

これに対し、「目標」は目的を達成するための目安（標的、ターゲット）で、運営目標とも呼ばれます。第２部で学ぶ通常の金融政策のメカニズムでは、コールレートが「操作目標」とされますが、第４部で検討する非伝統的金融政策では、量的な指標が操作目標とされることがあります。金融政策の歴史を振り返ると、その他に「中間目標」が置かれたこともあります。これは、第３部のレッスン８で検討することになります。

「政策手段」は、中銀が金融政策の発動に使うもので、通常の金融政策のメカニズムにおいては、公開市場操作です。しかし、これについても非伝統的金融政策の下や、これまでの歴史の中では、実に多様な手段が用いられてきました。やはり第３部のレッスン７で解説することになります。

(4) 金融政策決定の仕組み

1. 誰が決めるのか

金融政策は無論、その担い手である中央銀行が決めます。中銀内でどのように意思決定が行われるのかについては、現在では主要国中銀を中心に委員会方式が主流になっています。日銀の場合、政策委員会が、総裁 1 名、副総裁 2 名（ここまでが執行部）、それに審議委員 6 名の計 9 名で構成されます（これに政府代表委員 2 名が加わります。議決権はありませんが、議案提出権、議決延期請求権を持ちます）。この政策委員会が、年 8 回金融政策決定会合を開き、金融政策の方針を審議します。この点は、主要国中銀でもほぼ同様です。

- ☑ 日本
日本銀行 (BOJ) : 金融政策決定会合 (年 8 回)
- ☑ 米国
連邦準備制度理事会 (FRB) : 連邦公開市場委員会 (FOMC) (年 8 回)
- ☑ 英国
イングランド銀行 (BOE) : 金融政策委員会 (MPC) (年 8 回)
- ☑ ユーロ圏
欧州中央銀行 (ECB) : 政策理事会 (GC) (年 8 回)

この方式を早くから採用していたのは FRB ですが、日銀は 1998 年施行の新日銀法下で、また ECB も設立時からこの方式を採っています。委員会の年間開催回数は、当初まちまちでしたが、FRB に準ずる形で順次そろってきました。

2. 何を決めるのか

委員会の会合で決めるのは、以下の 2 つです。

- ☑ 金融市場調節の方針
- ☑ 中長期的な基本方針

金融調節の方針というのは、まさしくいま、つまり次の会合までの間、金融政策の手段を使って、どう政策を運営するか、ということです。今後のレッスンで順次学んで行きますが、通常の金融政策の下では、日銀の場合政策金利としてのコール金利が操作目標ですので、この水準を決定します。現在行われている、非伝統的金融政策としての量的・質的金融緩和政策の下では、マネタリーベースの

量が操作目標だったり、また日銀当座預金の政策金利残高への付利水準や10年物国債の水準だったりしますので、これらの水準をどうするかを決定します。

これに対し、中長期的な基本方針は、政策の運営のし方について定めるものです。日銀の場合、2013年に「物価安定の目標」を決定していますが（レッスン9参照）、これを運営するために経済・物価情勢を2つの柱によって点検することとしています。第1の柱では、先行き2年程度につき、物価安定のもとで成長が持続すると見通せるのかどうかを確認し、第2の柱では、より長期的な視点も踏まえ、金融政策運営にあたって重視すべき様々なリスクをチェックすることとしています。

3. 説明責任

これらの決定の結果を、日銀は次のような形で国民に対し説明しています。

- ① 金融市場調節方針に関する公表文
金融政策決定会合の終了直後に公表
- ② 金融政策決定会合における主な意見
金融政策決定会合の10日程度後に公表
- ③ 金融政策決定会合議事要旨
金融政策決定会合の2カ月弱後に公表
- ④ 経済・物価情勢の展望
1、4、7、10月の金融政策決定会合の終了直後に公表
- ⑤ 金融政策決定会合議事録
金融政策決定会合の10年後に公表

「主な意見」は、参加者の発言のうち主要なものを匿名で記載する簡単なものです。「議事要旨」は、かなり詳細ですが匿名で書かれます。「議事録」は10年後にならないと公表されませんが、発言が実名で逐次書かれたものです。

「経済・物価情勢の展望」は、「展望レポート」とも呼ばれ、成長率と物価上昇率に関する約2年先までの政策委員の見通しの集計が載るので、市場関係者の注目が集まります。

なお、金融政策決定会合後には総裁の記者会見があり、総裁、副総裁、審議委員はそれぞれ随時講演を行います。さらに、総裁は、毎年6月と12月に国会に「通貨及び金融の調節に関する報告書」を提出し、衆参両院それぞれでその概要を説明します。

(5) 日銀法改正について

1. 日銀法改正の経緯

日本銀行は、1882年の銀行条例のもとに設立されましたが、戦時体制下の1942年に新たに日本銀行法（旧日銀法）が制定され、その後56年間、この下で運営されました。

戦時立法であり、戦争遂行のために国家の総力を結集する観点から、日銀の独立性は認められていませんでした⁵。戦後、旧法改正の動きは、1950～60年代に2回ほどありましたが実現せず、その後途絶えていました。事実上大蔵省が金融政策を決めていた、とっていいほど、日銀の独立性は尊重されていなかったとも言えます。

そうしたなか、1990年代後半に改正の機運が高まったのは、第1に、バブル崩壊後の金融行政の失敗を背景に、大蔵省改革が必要とされ、その一環としてまず日銀の独立性強化に矛先が向いたためです⁶。第2に、1999年1月のユーロ導入に向けて、欧州各国中銀に独立性強化の動きが見られたことも追い風となりました。

⁵ 旧日銀法第1条には、「日本銀行ハ、国家経済総力ノ適切ナル發揮ヲ図ルタメ国家ノ政策ニ則シ通貨ノ調節、金融ノ調整及信用制度ノ保持育成ニ任ズルヲ以テ目的トス」と書かれています。

⁶ 大蔵省改革の流れそれ自体は、日銀法改正後も続き、金融機関の検査・監督の権限を分離して金融監督庁を（1998年6月に）設置しました。その後、2001年1月の中央省庁再編（1府22省庁が1府12省庁に統合・再編されました）で、金融庁（2000年7月～）が設立されて金融監督庁を吸収し、金融制度の企画立案の権限も大蔵省から移されました。これを「財金分離」といい、大蔵省は財務省と名称を変えました。

2. 日銀法改正とそのポイント

1997年5月に成立し、翌98年4月に施行された新日銀法の改正のポイントは、「独立性」（中立性）の付与と「透明性」の強化です。金融政策を日銀の中立的専門的判断に完全に委ね、政策決定の考え方や決定プロセスの透明性を高めて、説明責任（アカウンタビリティ）を確保する枠組みを整備しました。

具体的には、

独立性の強化

- ☑ 政府の日銀に対する業務命令件を廃止
- ☑ 役員、政策委員の解任事由を限定
金融政策の見解が異なることをもって解任されない。内閣の任命と、国会の同意による。
- ☑ 政策委員会の権限強化
実質的討議を行うボードとなる（旧法下では、総裁・副総裁・理事が行う「円卓会議」の決定事項を追認する役割）。

透明性の強化

- ☑ 政策委員会の議事要旨、議事録の公開
- ☑ 国会に対する、金融政策に関する年2回の報告

などの措置です。

第 2 部

通常金融政策のメカニズム

レッスン03 通常の金融政策の波及経路

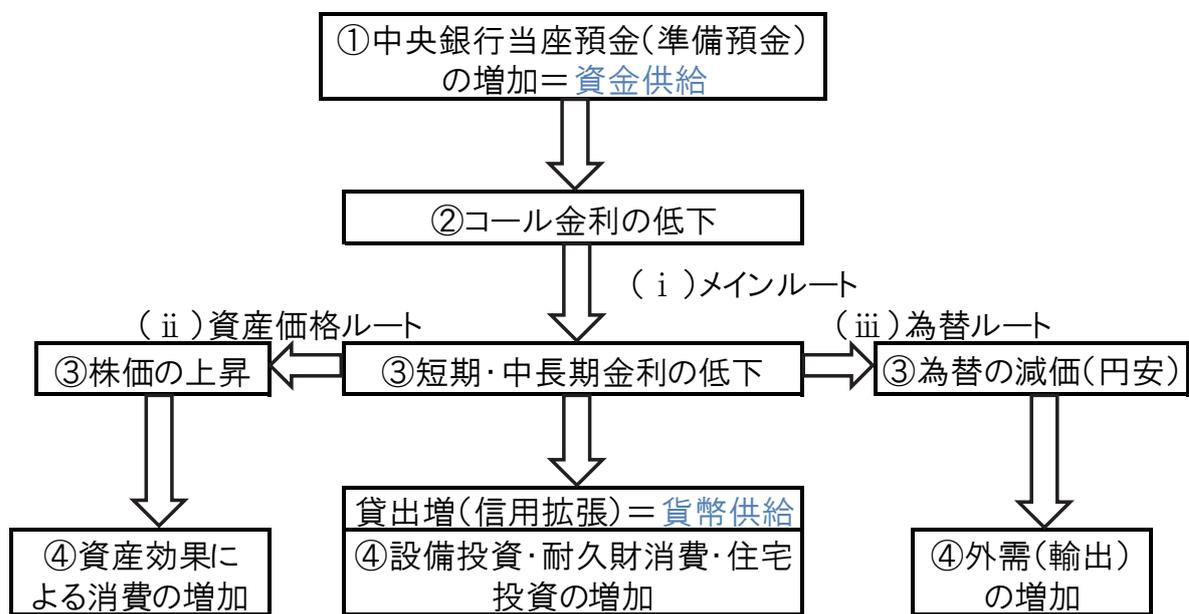
(1) 出発点と3つのルート

通常の金融政策、すなわち「非伝統的金融政策」の始まる前の政策について見て行くことにします。これを「伝統的金融政策」と呼ぶこともありますが、本コースでは敢えて「通常の金融政策」の用語を使います。それは、第3部で詳述するように、これから解説する金融政策のスタイル自体、FRBを中心に主要国中銀で1990年代に至って整備されたものだからです。そのように整備される必然性はあったといえますが、その形が必ずしも「昔から」行われていたものではなく、その意味で「伝統的」と呼ぶことははばかれるわけです。

1. 出発点と概要

通常の金融政策の発動とその波及経路を、日銀が金融緩和を行う場合に沿って見て行きましょう(図表4参照)。まず金融政策決定会合で、政策金利の誘導目標水準引き下げを決定するのが出発点です。

図表4 金融政策の波及経路(緩和の場合)



(資料)筆者作成

日銀はこれを受け、①公開市場操作の買いオペで準備預金を増やして、②政策金利であるコール金利を新しい誘導目標水準まで引き下げます。このコール金利の低下が、③金融市場の裁定により、(i) その他の短期金利や中長期金利の低下、(ii) 株価の上昇、(iii) 為替の円安という3つのルートを通して、④企業と家計の支出（設備投資、耐久財消費、住宅投資など）や外需を増やすことで総需要、したがって実体経済を拡張させます。ここまで来れば、金融緩和の目的は達成されたこととなります⁷。

2. 3つのルート

このうち③における3つのルートのうち、(i) をメインルートと呼ぶことにします。コール金利が低下すると、市場の裁定が働いて TB（短期国債）や CP（コマーシャルペーパー）の金利などコール金利より長めの短期金利も低下します。それだけでなく、コール金利がそれらの満期までの期間低くとどまるという市場の予想によっても低下します（その理由は、レッスン 12 (2) の金利の期間構造に関する期待仮説をご参照ください）。中長期国債、社債、貸出金利、住宅ローン、自動車その他消費者ローンなどの中長期金利も、同様なメカニズムで低下します。

その結果、企業や家計の資金調達コストが低下するので、設備投資、耐久消費財消費、住宅投資を増加させます。住宅ローン金利が下がれば、より低い金利で住宅ローンの借り換えが行われて家計の金利負担が減るから消費が増える、という効果もあります。

(ii) のルートを資産価格ルートと呼ぶことにしましょう。長期金利が低下すると、他の条件が同じならば、株式のリターンを下回ることになるので、株式が買われ株価は上昇します。また、長期金利の低下は将来景気を上向かせ企業収益を増加させるという期待を生むことから、株価は上昇します。

株価の上昇は、企業の資金調達を促進するので設備投資が増えるといった効果も考えられ、資産効果による家計の消費の増加も見込まれます⁸。

(iii) のルートを為替ルートと呼ぶことにします。長短金利の下落は、円資産の魅力を下げるので、外国為替市場で円が売られ円安が引き起こされます。

円安は、日本の財・サービスの輸出価格を現地通貨建てで引き下げるので、輸出を増やします。また、輸入価格を引き上げるので、国産品の消費が増加する効果もあります。

⁷ ここでは、FRB[2005]の金融政策波及経路の説明をもとにしています。詳しくは、田中[2014]第2章3も参照してください。

⁸ 株式や土地などの資産を保有する家計が資産価値の上昇によって消費を増やすことを、資産効果といいます。

(2) 波及経路を理解するための基礎事項

1. コール金利と準備預金制度

上記①の公開市場操作で買いオペを行うと、準備預金が増え、②のコール金利の低下が引き起こされます。

コール市場とは、金融機関相互の短期の資金貸借市場です。その貸借に付される金利がコール金利です。無担保の翌日物取引が過半を占めますが、そこに付される無担保コール翌日物金利が、日銀の政策金利とされています。

金融機関は日銀に預金口座を持っており、そこに預けられた資金を日銀当座預金、あるいは準備預金といいます。金融機関（厳密にいうと銀行などの預金取扱金融機関）は、自らの負債である預金の一定割合を、準備預金として日銀に預けなければなりません。その一定割合を支払準備率、法定準備率などといい、この制度を準備預金制度と呼びます。

金融機関は、資金の貸借を、日銀当座預金口座の振替によって行います。例えば、A 銀行が B 銀行に 100 万円貸す時、A 銀行の日銀当座預金口座から引き落とされた 100 万円が B 銀行の日銀当座預金口座に入金されます。したがって、コール市場は準備預金の貸借市場である、という言い方もできます。

2. 公開市場操作とベースマネー

日銀が公開市場操作の買いオペで市中銀行から短期国債などを買い入れると、市中銀行が日銀に持つ準備預金の残高がマクロ的に（総額として）増加します。つまり、コール市場で資金供給が資金需要を上回る（需給が緩む）ので、コール金利は低下します（レッスン 4 で詳しく見ます）。これが日銀による資金供給です。

ベースマネー（マネタリーベース、ハイパワードマネーなどとも言います）という概念は、以下のように定義されますが、

$$\text{ベースマネー} = \text{現金} + \text{準備預金}$$

日銀の資金供給は、ベースマネーを増加させることとなります。

3. 裁定取引、貸出とマネーストック

コール金利が下がると、③のその他の短期金利や中長期金利の低下が引き起こされます。それは、金融市場で裁定取引が行われるからです。裁定取引とは、別々の金融商品間での金利差に注目して資金を移動させることで、利ザヤを稼ぐ取引を指します。つまり、

短期金利↓ → (より金利の高い) 中長期金利市場に資金流入 → 中長期金利↓

という動きが引き起こされます。

通常の金融政策では、中央銀行が変更できるのは政策金利だけなので、中長期金利が低下するかは、市場の裁定取引に委ねられているともいえます。

中長期金利の低下は、④の実体経済の拡張を引き起こします。とりわけ民間企業による設備投資の意思決定を左右するのは長期金利であり、これが低下しなければ、いくら政策金利であるコール金利が低下しても金融緩和の効果は限られます。

中長期金利の低下に伴い、実体経済が拡張する時、銀行の貸出増加(信用の拡張)が起きます。設備投資が採算に乗る可能性が高まったり、住宅投資がしやすくなったりするために、資金需要が発生するからです。

重要なのは、この段階で、マネーストック(貨幣)の供給が同時に増加する点です。

マネーストック = 現金 + 預金 (ただし、現金には金融機関保有現金を含まない)

と定義されます。銀行が貸出を行ったり社債を引き受けたりしたときに企業の預金が増加するわけですが、これを信用創造と言います(レッスン5で詳しく見ます)。また、これが金融部門による貨幣供給です。

この項で述べたことをまとめると、

長期金利↓ → 資金需要↑ → 貸出↑ → $\left\{ \begin{array}{l} \text{預金↑ (貨幣供給の増大・信用の拡張)} \\ \text{設備投資など↑ (実体経済の拡張)} \end{array} \right.$

無論、このプロセスが機能するためには、その背景に、有望な投資プロジェクトや魅力的な耐久消費財が存在しなければなりません。