

見直しが必要な金融政策理論

大阪経済大学経済学部教授（元日本銀行金融研究所長） 高橋 巨

ここ30年、金融政策への期待が高まっている。特に不景気に対する金融緩和への期待が恒常化している。加えて最近では金融危機への救済策としても期待され、当然視されている。だが金融政策は万能なのだろうか？ どんな政策もそうであるように、金融政策には効果と同時に限界もある。また副作用も生みかねない。金融政策が格差を助長しているとの批判もある。さらにこれまでの金融政策の理論は、経済が資産化した現在とはそぐわない面もある。

本稿では歴史もふまえて、金融政策が理論的にも見直しが必要となってきたことを述べていきたい。

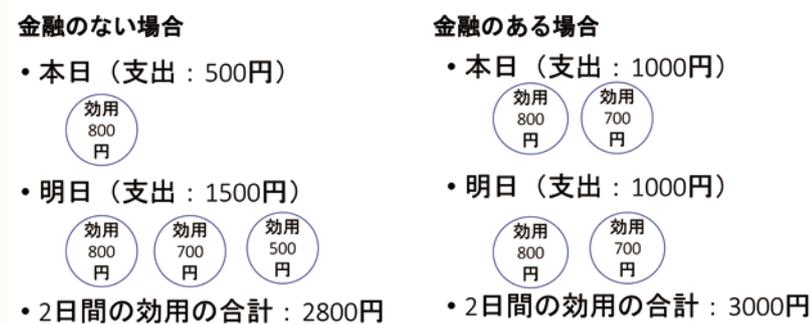
1. 金融政策理論の現状とその基本

(1) 景気を均すことが基本

まず基本に立ち返る。そもそも金融政策とは何のための政策だったろうか。過去30年、金融政策はほとんど緩和政策が実施されてきたことから、若い世代には景気を回復するための政策と思われても不思議はない。一方古い世代には、インフレが進行したときの金融引き締めなど、インフレ抑制のための政策との記憶も強いだろう。金融政策は、不況やインフレという経済の「症状」に対する「対症療法」との考えも間違いでない。ただ、原点として、金融政策とは消費や投資などの需要面に働きかけ、景気の上下の振れを均すための政策でありそれが社会的（経済厚生の）に望ましいことを確認したい。

経済学の簡単な事例で説明しよう。今日と明日の2日間、一人の消費者がラーメンだけを消費する経済を考えよう（図表1）。こんな単純な例でも本質は説明できる。ラーメンは1杯500円とする。消費者は1杯目のラーメンには800円の満足（効用）を感じ、2杯目には700円、3杯目には500円の満足（効用）を感じる。

図表1 金融の役割



00円の満足を感じるとする。杯数が増えると満足度は加速度的に低下するとする（1杯目から2杯目の減少は100円、次は200円）。これは専門的には「限界効用の逓減」の一例だが、経済学の重要な前提となる。

ここで、消費者の所得は本日500円、明日1500円であったとしよう。所得はすべてラーメンの消費に支出する。消費者は本日は1杯、明日は3杯消費すること

になる。満足度である効用を計算してみると本日は1杯だけなので1杯目の効用の800円、明日は3杯なので1杯目の効用800円プラス2杯目の効用700円プラス3杯目の効用500円の計2000円、2日間合計では800円（本日）プラス2000円（明日）の2800円となる。

ここで、消費者が明日の所得を担保に本日500円借り入れ（明日返済）すれば両日とも1000円支出できる。消費者は、本日、明日の両日とも2杯ずつ消費する（消費を均す＝平準化できる）。効用を計算してみると、両日とも2杯なので、各日1杯目の効用の800円と2杯目の効用の700円で計1500円、2日間合計では3000円となる。

このように経済では、同じ支出額でも期間を通じて同じ額消費する方が効用（満足度）が大きくなるという結果が得られる。経済学では効用が最大になることが好ましいとされ、消費の平準化が望ましいのは、経済学では「定理」にも相当する。金融には資金の貸借によって所得の振れを均し支出を平準化させ、社会的に効用（経済的厚生）を増加させるという意義が与えられる。金利などを操作し

* 経済学では効用を金額で表すことは必ずしも適当とされないが、ここでは金額で表した効用が価格を上回れば購入するとの説明が分かりやすいので、金額表示した。また数字は結論を明確にするために恣意的に作成している。

て、貸借の量を調整するのが金融政策の役割である。金融政策には、インフレやデフレのような症状がなくても、景気の振れを均し、経済厚生を高めるといふ使命がある。

(2) 金融政策の効果

次に金融政策の効果が緩和に偏重している点に異議を唱えよう。本来金融政策が得意とされるのは金融引締め策であり、金融緩和策は苦手とされている。苦手である金融緩和策が重視されると、必要以上に政策の規模が大きくなり、政策の規模の割には成果が乏しいという結果を招きがちとなる。これはまさに今生じていることである。そこで従来からの理論に従って引締め策と緩和策についての効果の違いをみていきたい。

議論は単純である。金融引締め策が必要となるのは、需要と支出が過剰な時で、好景気でありインフレ等が生じている状態である。好景気なのに好ましくないという一見奇異な判断は、時に人々の理解や支持が得られず、インフレ等の弊害が目に見えるようにならなると金融引締めは忌避されがちになる。しかし、先の例で示したように、需要・支出の振幅は、効用が最適な水準よりは小さい好ましくない状態である。金融引締めが

必要となる需要・支出が過剰な時とは、実際に存在する需要を削減すべき状態であり、金利を上げたり、ときに信用量自体を抑制したりすればコントロールが可能である(症状を待ち、発動が遅れると需要拡大に勢いがついてコントロールが難しくなる)。

これに対し、金融緩和が必要な状態とは、需要・支出が不足する状態であり、現在存在しない需要を作り出すことが必要となる。存在するものを減らすより存在しないものを作り出すのは難しい。それでも経済成長に勢いのある若い経済では潜在的な需要があるが、現在のように成長が停滞している成熟経済には潜在的な需要が乏しく、需要を作り出すことは一層難しくなる。金利を下げてても需要がなかなか喚起できない状態は、「馬を水際に連れていくことはできても、水を飲ませることはできない」と例えられ、経済学の教科書でも、金融引締めに比べ金融緩和は効果が劣るとされてきた。

さらに技術的には、金利をマイナスにできないという制約がある。現在では部分的にマイナス金利が適用されているが、主に銀行間や国債金利向けであり、貸出・預金金利への本格的な適用は難しい。

このため現在では、利下げに代わって中央銀行が供給する信用量を拡大させる「量的緩和」政策がとられている。金利を低下させる緩和政策では、金利低下の効果を通じて中央銀行の供給する信用量を増やす。しかし量的緩和政策は、金利の低下を伴わない政策であり、無理に量を増大させても、金利低下の効果が伴わないため効果は小さくなる。このため、金融政策に比べて、量的緩和政策では中央銀行の供給する信用量を過度に増加させたり、将来までの金融緩和を約束したり、様々な工夫が必要となる。それでも、金利の低下が伴わないため、規模の割には効果が小さく、副作用が生じやすい状態になる。

以上金融政策の「理論」を簡単にみてきたが、実際の政策運営で、明示的にインフレをシグナルとして運営してきたのは最近であり、それまでも様々なシグナルを基に運営されてきた。そこには経済の変化もある程度反映されている。そこで以下簡単に金融政策の歴史を振り返ってみよう。

2. 金融政策の歴史

(1) 金本位制

金融政策とは、銀行券に代表さ

れる中央銀行が発行する信用量(貨幣量)を、金利操作などによってコントロールすることであるが、そもそも中央銀行に銀行券の独占的な発行権がなければ成り立たない。中央銀行が銀行券の発行を独占するのは19世紀の半ば以降であり、金本位制の時代である。金本位制では、中央銀行が保有する金の量によって銀行券の発行量が決められる。中央銀行の裁量の余地は小さく、国際的に金本位制が採用されたため、各国は、貿易赤字が金の流出により保有金の減少を生むことから、受動的に金融引締めを強いられた。国際的な金本位制は、貿易の拡大というフロンティアの発展を背景に整備されたことを注意しておこう。

金本位制では、各国の通貨は、金と交換できることが原則であった(たとえば明治後期に確立した日本の金本位制では1円=750ミリグラムとされた)。金本位制では、平価を維持することが金融政策のルールとなる、金平価は「アンカー(錨)」とされた。政策は、アンカーに基づき上下対称に運営されることが原則となる。

しかし金本位制では、金平価は各国が独自に決めることができた。各国には、平価の切り下げ(通貨

の切り下げ＝現在でいえば円安政策により輸出の増加で景気を拡大するという誘因が働く。第一次世界大戦と第二次大戦の間には、平価切下げ競争が起こり、一時的な金本位制の停止などを経て国際通貨体制は崩壊し、世界的な経済の混乱が第二次世界大戦の要因の一つとなってしまう。

(2) IMFの下での固定相場制

第二次世界大戦後から1970年代初頭までの固定相場制はわが国でも「1ドル＝360円」という古い世代にはなじみの深いものである。この制度は、国際通貨を事実上ドルのみとし、ドルの金との交換を擬制し、他の通貨の価値はドルとの交換レート（固定相場・IMF平価）をIMF（国際通貨基金）という多国間協定の枠組みの中で定めた。重要なのは戦間期の反省から、為替相場も多国間体制で定められ、各国にはその遵守義務が課せられたことである。また固定相場の維持が一時的に難しくなった時には、流動性の供給による救済などがIMFという多国間体制で整えられた。実際、1960年代には戦前の基軸通貨国であったイギリスが通貨危機に陥りIMFからの借入を行った。この体制では、固定相場であるIMF

F平価がアンカーとなり、金本位制と同じように、国際収支が赤字化すれば金融引締めが行われるようになった。ただIMF体制では、平価の調整幅の拡大や平価の水準訂正も可能であったことなど、金本位制よりはより自由度も高まった。また金融政策もより積極的な役割を担うようになった。

固定相場制も金本位制と同様、貿易の拡大に応じた体制であった。ただ問題は、世界経済の拡大とともに世界的にドルが必要となることから、ドル供給のため米国の恒常的な国際収支赤字が必要とされたのに対し、そのような状態では保有金に対してドル供給が過大となり米ドルと金との交換レートの維持が困難になるという根本的な矛盾（「流動性のジレンマ」といわれる）をかかえていたことであった。実際米国は、国際収支と財政赤字の「双子の赤字」が拡大する中で、1971年に金とドルの交換停止を一方的に発表し、IMF平価による固定相場体制は終焉する。

(3) 変動相場制

金融政策が、国内の景気のみならずし運営できるようになったのは、変動相場制以降である。1971年に固定相場制が終焉し、変

動相場制が採用されるようになった。すでに半世紀がたつ。変動相場制の下では、国際収支の赤字黒字は、市場での自由な為替変動で調整され、金融政策はそれまで国際収支等の制約から解放されるはずであった。この体制はフロー経済を念頭に国内的も対外的にも調整力を高めた体制であった。

しかし実際には、変動相場制の下での金融政策には困難が伴った。1970年代には、先進国ではインフレが進行し、多くの国でインフレの高進が経済効率の悪化を招き、インフレと不況の同時進行というスタグフレーションを招いた。また変動相場制では為替レートが必ずしも経済の基本的状況（実力）を適切に反映しないとして、先進国間で為替の人為的な調整が行われ、一方ドイツや日本など黒字国に金融財政政策による内需拡大により貿易黒字は正の義務が課された。このため黒字国は、金融財政政策の自由度を制約され、日本のみならず海外諸国でもバブルの発生・崩壊が常態化し経済を不安定化させた。実はこうした経済の不安定化の背景には、経済のなかで株や債券などの金融資産、不動産などの実物資産の増大という経済の資産化（ストック化）という現

図表2 資産化する日本経済

	名目GDP (兆円)	国民総資産 (兆円)	名目GDPに 対する倍率(倍)	国民総資産に占める 金融資産の割合(%)
1970年	75	590	7.8	50.1
1980年	246	2864	11.6	52.7
1990年	449	7936	17.7	56.1
2000年	510	8386	16.4	67.2
2010年	482	8488	17.6	67.4
2017年	545	10893	19.9	72.0

データ：内閣府
(注) 統計は必ずしも連続しない。

象があった。実際、経済構造の変化をみると(図表2)、わが国でも、名目GDPに対する資産の比率が増加している。

ただ、困難な経験を経て、変動相場制のもとでの金融政策の問題は、金平価や固定相場場のような「アンカー」がなくなり、いわばタガが外れたことであると考えられた。このため各国では1970年代、80年代には経済全体の貨幣の量であるマネーサプライの増加に目標を定め、コントロールす

ることで、政策を規律化することを狙った。

そして現在最も広範に採用されているのが、インフレ率を目標とする「インフレーション・ターゲット政策」であり、これが現在の金融政策の「アンカー」となっている。1990年代後半から採用されたインフレーション・ターゲット政策は、日本を例外として先進各国に、インフレのない持続的な成長をもたらした「金融政策の黄金期」をもたらしたと考えられるが、2007年、08年の世界的な金融危機を経て、デフレと経済成長の低下の併進という「長期停滞」の懸念も高まり、金融政策は再び大きな曲がり角を迎えている。

3. 見直しが必要な金融政策理論

金融政策は、インフレーション・ターゲット政策への信頼が揺らぐ中で、再び見直しが必要とされている。一見新たな「アンカー」として機能していたようにみえるインフレーション・ターゲットも、世界的な金融危機以降では、目標であるターゲットを下回る状況が続いており、上下対称に機能するという本来の役割を果たせていない。だがそうした状況でも、金融政策への

期待が大きいの、近年金融政策が株価や為替レートなどの資産価格により反応するようになかちで運営されてきたことにある。量的緩和政策や将来までの金融緩和を約束するという政策は、人々の「期待」に訴える政策であり、価格形成が期待に依存する資産価格に大きなインパクトを持つ。現在の金融政策は、理論的には、物価やGDPなどのフロー経済の振れに対応するとされていても、実際には、経済の資産化を反映した資産市場（ストック経済）に反応したかたちで行われている。

資産価格の上昇は一見良いことのように思われるが、期待に依存した資産価格の上昇はその崩壊による危機の招来を内包し経済を不安定化させる。資産市場の崩壊による経済へのインパクトは、資産市場を通じてショックが増幅し従来の不況のレベルを超えた危機的レベルのものになりがちである。また持てる者（富者）の持つ資産の不安定化が、持たないもの（貧者）により深刻な影響を与える。危機の根本的な原因が、資産価格のバブル的な異常な上昇にあったとしても、危機が現実化すれば、再び大胆な緩和で資産市場の回復を図ることになってしまう。資産

市場が回復しても恩恵は富者に向かい、貧者は報われない。2000年代の金融市場では、資産市場では価格が下落すれば必ず中央銀行が価格維持的な政策を行うという、損失を回避するプットオプション的な政策が期待され、それが資産市場の過熱を生み金融危機を招いた。本来経済全体の経済厚生を高めるはずの金融政策に、経済の格差を生み出しているとの批判が強まってきている。

現在の金融政策のかかえる根本的な背景は、理論的にはいまだに貿易やGDPなどのフロー経済を念頭においたものであり、資産市場の動きや、格差の問題に、経済厚生の判断基準が確立していないことのように思える。日本経済は、1980年代後半にフロー経済偏重の経済運営を行い、資産市場でのバブルの形成と崩壊という結果を招いたが、こうした構図はいまだ改まっていない。

4. さらに検討課題

冒頭述べたように、金融政策には景気を均して経済の効用を高めるといふ使命がある。しかし現在は、さらに

資産市場の役割を考え、そのうえで景気を均すことが求められているほか、格差を増幅させているという批判にさらされ、使命は変化し複雑化している。

また本稿では触れられなかったが、資産市場の拡大化は世界的な問題であり、資本移動の活発化を通じて、グローバルな視点から問題をみなくてはいけないという課題を生んでいる。世界経済が米国内心であることは、従来の貿易中心のフローの経済から、現在の資本移動中心のストックの経済になっても変わらない。現在の制度は、変動相場制では各国は金融政策運営に自由度を持つとの建前と、大国の政策が世界経済全体に影響を与えるという現実と矛盾があり、それは資産市場の拡大で深刻化している。

困難な課題だが、ストック経済の金融政策の理論が求められているのである。



高橋 巨 (たかはし わたる)

大阪経済大学教授、神戸大学経済経営研究所リサーチフェロー。1978年日本銀行入行。国際局審議役、金融研究所長。Oxford大学経済学修士。東京女子大学、東京大学公共政策大学院、京都大学公共政策大学院、政策研究大学院大学(GRIPS)講師、慶応義塾大学経済学部教授、神戸大学経済経営研究所教授を経て、2013年より現職。専門分野は、中央銀行制度、金融論。