

SFC ディスカッションペーパー
SFC-DP 2012-002

現代金融の特徴、評価、課題
— 基本に立ち返った考察 —

岡部光明

慶應義塾大学名誉教授

okabe@kvp.biglobe.ne.jp

2012年7月

現代金融の特徴、評価、課題*

—基本に立ち返った考察—

岡部光明

【概要】 本稿では、近年の主要金融問題を金融の原点に立ち返って考察するとともに、政策課題を明らかにした。その結果 (1) 情報通信革命を背景に金融の風景は近年大きく変化している、(2) 長期不況とデフレ状態から脱却する政策として日本銀行の金融政策への期待が引き続き非常に強い、(3) しかしそうした期待は政策の有効条件が喪失していることに対する理解不足がある、(4) またそうした期待は金融政策と財政政策の境界曖昧化につながるものであるため民主主義に則した政策運営の面からも問題がある、(5) デフレ脱却と経済活性化には各種構造政策を実施することが有効かつ正道である、などを主張した。

はじめに

金融を巡る問題は、色々な場面で常に大きな話題になっている。国内景気を良くするため日本銀行はさらに緩和政策を進めるべきだ、という議論が国内に少なくない。また海外では、ギリシャやスペインの国債が市場で投げ売りされて価値が大きく下落、このため、それらの国債を保有する金融機関の経営が多く国において悪化し、その実体経済ないし世界経済への悪影響が懸念されている。これに伴い、世界第2の通貨であるユーロの価値も下落、世界経済に色々な波紋を広げている。さらに、近年のデリバティブ（金融派生商品）取引の急膨張は、金融の本来的機能を歪めて経済全体に悪影響を与えており、このため金融部門のあり方を再検討すべきだ、といった意見も少なくない。

金融現象は非常に多岐に亘るものであり、その含意や政策対応も当然様々な面を持つ。しかし「金融」という経済活動の原点に立ち返るならば、現在みられる様々な現象の本質を的確に理解することができ、また諸問題への対応策も考えやすくなる場合が多い。本稿は、最近の金融問題を解説するというよりも、金融の原点に立ち返って幾つかの主要問題を考察し、位置づけ、そして政策課題を明らかにしようとしたものである。

以下では、まず1節において金融とは何かを整理し、その意義を確認する。2節では、最

* 本稿は2012年6月13日に開催された「ビジョン研究会」第37期第3回会合（於 日本プレスセンタービル、東京都中央区）において報告した内容を大幅に加筆したものである。この機会を与えてくださった久水宏之氏（同研究会座長）、渡辺一雄氏（久水事務所）に対して感謝したい。また両氏をはじめ、研究会参加者から有益なコメントをいただいた。なお、本稿は明治学院大学『国際学研究』

近約 20 年間における金融「風景」の変化を描くとともにその特徴をまとめる。3 節では、デフレ脱却に対する金融政策の効果とその限界ないし問題点を指摘する。4 節では、金融政策にとっても大きな意味を持つ国債の残高累増と財政政策の関係を論じる。5 節では、金融政策への過剰期待が金融政策と財政政策の境界を曖昧化するとともに、そこに潜む危険を指摘する。最後の 6 節では、金融および今後の経済のあり方に関するビジョンと政策課題を幾つか指摘する。

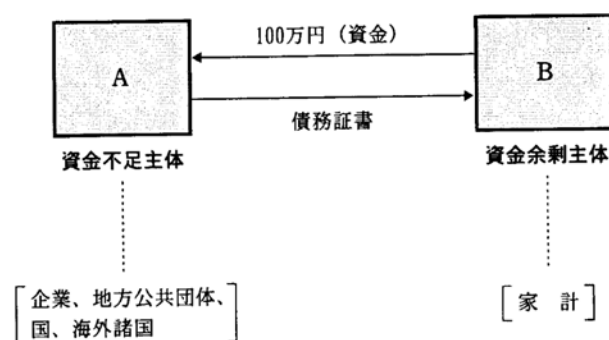
1. 金融の意義とその方式

金融とはそもそも何か。何がその本質なのか。そしてどのような方式があるのか。

金融の 3 つの意義

金融とは、最も単純に表現すれば、お「金」の「融」通である¹。つまり、金融の第 1 の意義は資金の貸借である。より正確に言えば、2 種類の購買力すなわち現在の購買力（資金ないし貨幣）と将来の購買力（証券）の交換、つまり異時点間における購買力の交換取引である、と理解することができる（図表 1）。すなわち、現時点で余剰購買力を持っている主体（資金余剰主体）と、現時点で購買力が不足している主体（資金不足主体）の間において発生する取引である。これにより、現時点での購買力（現金）は前者（黒字主体）から後者（赤字主体）に移転する一方、将来の購買力を示す証券（債務証券、株式、社債等）は逆方向に移転する。つまり金融取引は、資金ないし貨幣と証券がそれぞれ逆方向に流れる取引である、と理解することができる。このため、金融を考える場合には、流れる資金の性質や量

図表 1 最も基本的な金融取引



(出所) 岡部 (1999a) 2 ページ。

42 号 (2012 年 11 月刊行) に掲載される予定である。

に着目するだけでなく、流れる証券の性質やその量、そしてその価値（証券の市場価格）に着目して理解することもできる。²

金融の第2の意義は、経済活動におけるリスクの再配分である。すなわち、資金を借入れるとは、新商品・サービスの開発を行おうとする主体（借り手）のプロジェクトのリスクを別の主体（貸し手）が引き受けること、つまりリスクが再配分されることを意味する。なぜなら、資金の借り手は、借入金を使って行う活動が当初予想したとおりの利益を上げられない場合には貸し手に資金の返済をすることができず、結局貸し手も損失の一部を被ってしまう可能性があるからである。こうしたリスクの再配分は、もしそれがなければ新製品や新サービスが出現する可能性が低下するので、社会を発展させる原動力を提供することになる。

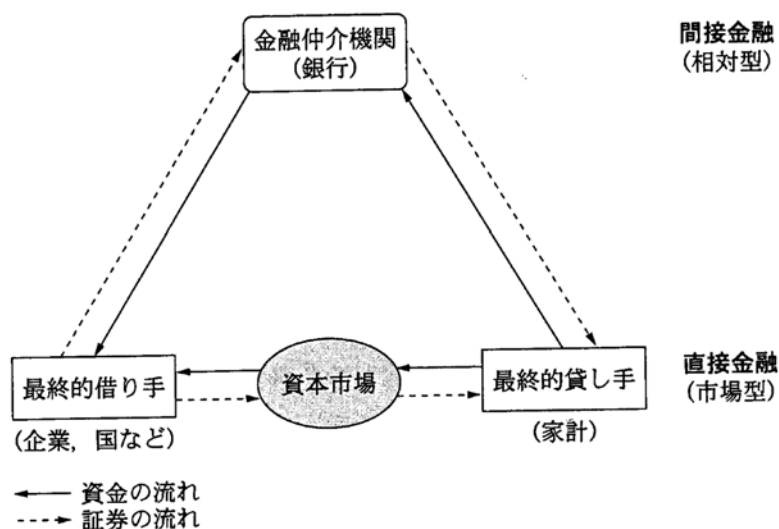
金融あるいは金融契約の第3の意義は、当初契約が行われた時点から然るべき時間が経過した後、元本(+利子)を弁済することによって初めてその時点で完結することである。借りたカネは返さなければならない。これが金融問題を考える上で原点となる考え方である。逆にいえば、返済が滞る場合には、金融は経済に対して様々な面から深刻な影響を与えることになる。このことは、最近の金融問題を理解するカギになる。

金融の二方式

金融の方式としては、伝統的に二つの方式があるとされてきた。直接金融と間接金融である（図表2）。

図表2 直接金融、間接金融、市場型間接金融

(1)単純化した金融方式の2類型



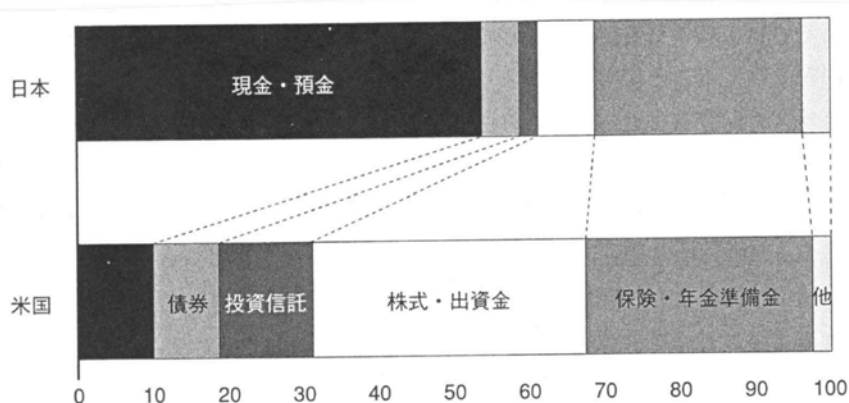
(出所) 岡部 (2007) 318 ページ。

¹ 以下は岡部 (1999a : 1 章 1 節) に依存している。

直接金融とは、借り手が発行する証券を貸し手が市場で購入することによって、資金が貸し手から借り手に直接流れる金融方式である。これに対して間接金融とは、貸し手はその資金を金融仲介機関（銀行、生命保険会社等）にまず預託し、次いで金融仲介機関が資金を最終的な借り手に融資する方式である。貸し手と借り手の間に金融仲介機関が介在し、資金がそれを經由して流れるので間接金融というわけである。

従来、日本では「間接金融の優位」が大きな特徴とされ、これは直接金融が主体のアメリカと対照的である、とされてきた。このことは、貸し手がどのような金融資産を保有しているかを統計的に調べることによって明確に確認できる（図表3）。日本の家計は、全金融資産の5割以上を現金・預金という形態で保有しており、株式・出資金の割合は1割にも満たない。これは、家計の資金がまず金融仲介機関（ことに銀行）に流れ、そして銀行が融資ないし企業株式の保有などのかたちで最終的借り手に資金を流していること（間接金融の優位）を示している。一方、アメリカでは、現金・預金の割合は約1割に止まる一方、株式・出資金が4割近い比率を占めている。つまり、アメリカでは間接金融の比重は低く、直接金融が主体となっていることを示している。

図表3 家計部門別の金融資産構成：日米比較、1999年度末



(出所) 岡部 (2003) 3 ページ。

2. 最近約20年間の変化とその特徴

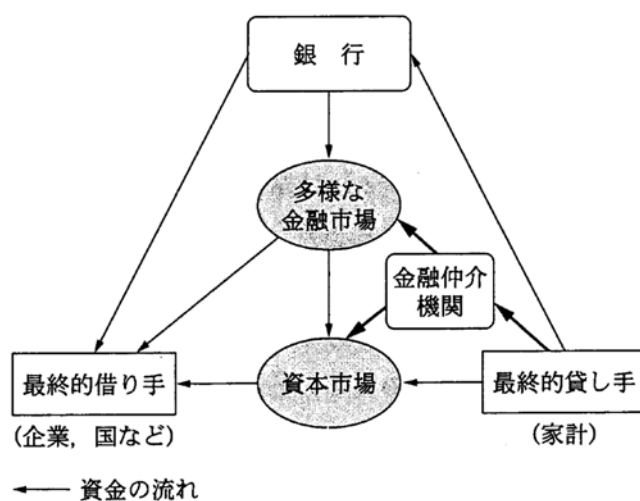
最近約20年間を捉えると、金融の「風景」はどのように変化したであろうか。以下では主な特徴を4つ指摘しておきたい。

間接金融中心から「直接金融プラス市場型間接金融」へ

第1の特徴は、従来日本の金融を特徴付けた間接金融を中心とする方式が大きく後退し、直接金融ならびに市場型間接金融が中心になっていることである（図表4）。金融方式の変

図表4 直接金融、間接金融、市場型間接金融

(2)市場型間接金融



- (注) 1. 下図における金融仲介機関は、銀行を除く機関を指す。生命保険会社、年金基金、投資信託等。
 2. 下図では、証券の流れの図示は省略。
 3. 下図における多様な金融市場とは、証券化（債権流動化）関連商品市場、ローンセール市場、コマーシャルペーパー市場、デリバティブ市場など。

(出所) 岡部 (2007) 318 ページ。

化を述べる場合、より単純に「間接金融から直接金融へ」と表現されることもあるがこれはやや不正確であり、「直接金融と市場型間接金融が中心へ」という表現をするほうがより正確である。

金融をリスクという側面から捉えると、日本では資金を提供する主体である家計がリスク回避的であるため、余裕資金はより安全な銀行預金等（ただし得られる利息は低い）のかたち（ロー・リスクとロー・リターン）に流れる間接金融が発達した面がある。その後家計は、金融資産の蓄積が進むにつれて資産の一部を利回りがより良い（それにつれてリスクも高い）資産で保有する傾向が生まれるが、その場合、一挙にハイ・リターンとハイ・リスクの資産に向かうというよりも、ミドル・リスクとミドル・リターンの資産に向かうと考えるのが自然である。現にそうした金融商品として各種投資信託³などが急激に発達し（図表5）、家計の要請に次第に応えるかたちになっている（池尾ほか2006：2章）。一方、資本市場の規制緩和による活性化、あるいは外国人による日本株式の保有増大は、直接金融方式の色彩を強める要因である。このため、近年の金融方式は、達観すれば「直接金融と市場型間接金融」を中心とする方式になっていると理解できる。

³ 投資信託とは、家計等から集めた資金を資産運用の専門家が株式・債券・金融派生商品など市場性のある金融資産あるいは不動産に投資して運用し、その運用成果を家計等に分配する金融商品である。

図表5 市場型金融商品の増大

	10年前 (a)	最近時 (b)	(b)/(a)
株式投資信託	12.77兆円	40.82兆円	3.2倍
資産流動化関連商品	0.47	4.37	9.3

(注) 最近時および10年前とは、株式投資信託についてはそれぞれ2005年度末および1996年度末、資産流動化関連商品についてはそれぞれ2003年度末および1994年度末を指す。

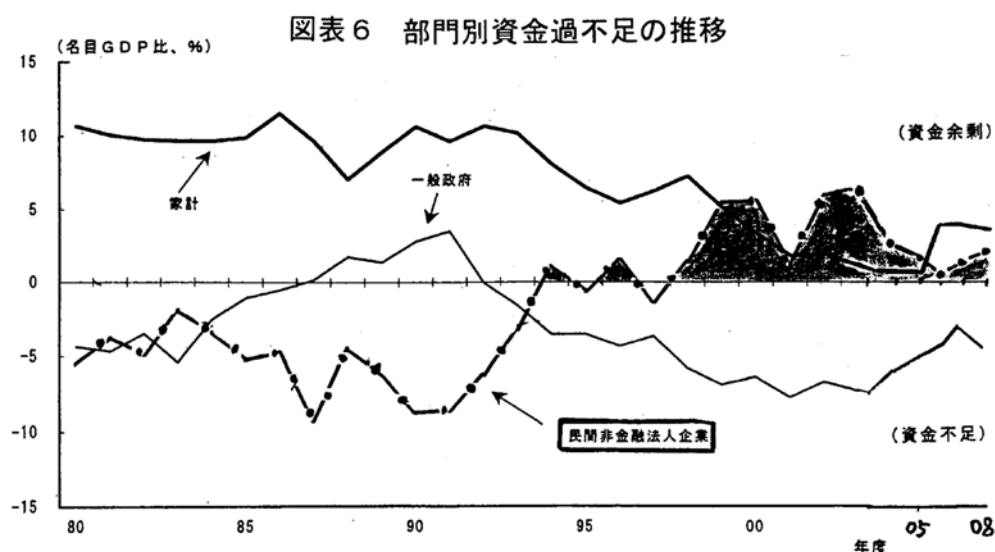
(出所) 日本銀行『金融経済統計月報』2007年2月号。

(出所) 岡部 (2007) 321 ページ。

資金不足主体（借り手）の劇的変化

第2の特徴は、資金の不足主体（借り手）と余剰主体（貸し手）の従来の構図が1990年代半ば以降劇的に変化していることである（図表6）。

高度成長時代以降常に借り手であった事業会社（民間非金融法人企業部門）が1990年代半ば以降は一転して貸し手に転じる一方、政府部門の資金不足額が傾向的に拡大している。事業会社が貸し手に転じたのは、長期不況に伴う設備投資活動の停滞から資金需要が傾向的に減少したことが主因である。また政府部門の資金不足が拡大したのは、長期不況に伴って税収が低迷する一方、人口高齢化を反映して年金や医療費が急激な拡大傾向を示しているからである。この間、家計は、引き続き資金余剰（貸し手）であることに変わりないものの、人口高齢化（貯蓄取り崩し世帯の増加）を反映して資金余剰幅が目立って縮小している。つまり、近年は「家計のほか企業でもカネ余り、政府ではカネ不足」というのが金融の基本構図になっている。



(出所) 日本銀行統計に基づき作成。

図表 7 民間非金融法人企業の資金調達額の推移

(年平均, 単位: 兆円)

	1990~93年	1994~97年	1998~2001年	2002~05年
資金調達額合計	86.2	53.0	37.7	46.5
内部資金	52.5	48.1	43.6	73.5
外部資金	33.7	4.9	-5.9	-27.0
増資	2.7	2.4	2.1	-11.2
社債	2.7	-0.8	-0.7	-1.1
借入金	28.3	3.3	-7.3	-14.7

(出所) 財務省「法人企業統計調査」(各年)により作成。

(出所) 岡部(2011)170ページ。

事業会社の資金調達額をやや詳細に見ると(図表7)、1990年代前半のバブル崩壊以降、資金の必要調達額が傾向的に減少しているうえ、内部資金が潤沢化したため外部調達額が顕著に低下しているのが大きな特徴である。そして外部調達のうち、資本市場からの調達(増資)は必ずしも減少傾向にあるといえないが、銀行借入れは減少傾向が顕著であり、2000年頃以降は借入額が純減を示す(借入額を返済する)状況になっている。企業にとっては「銀行よ(半分だけ)さようなら」という状況にある、といえよう⁴。

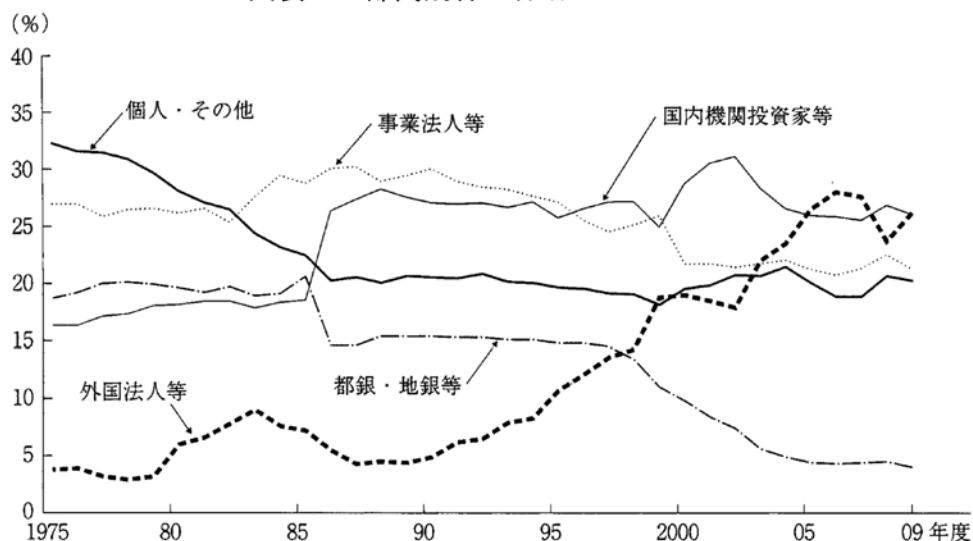
企業の資金調達の変化に伴う企業統治構造の変化

第3の特徴は、企業の資金調達(corporate finance)の変化に伴って企業の統治構造(corporate governance)が変化していることである⁵。なぜなら、企業のファイナンスの方式(銀行借入れに依存するか、それとも株式発行に依存するか)と企業のガバナンス(企業行動をモニターして規律づけるのはメインバンクか、それとも株主ないし株式市場の動向か)は表裏一体の関係にあるからである。

近年最も大きく変化したことの一つである日本企業の株式保有者構造をみると(図表8)、高度成長期以降1990年代半ばまでは外国人の割合は10%以下に止まっていた。しかし、最近約15年間においては、金融グローバル化を背景に外国人による保有が急増傾向を続け、最近では日本企業の株式のおよそ30%が外国人(外国の金融機関等)によって保有されている。外国人株主が日本の株式を保有するのは、基本的に投資利益を得るためである。このため、市場では自己資本利益率(return on equity、ROE)の高い企業が高く評価されると

⁴ これは、日本の金融を特徴づけてきたメインバンク制度の根幹条件の一つが消滅していることを意味しており、このためメインバンク関係は2000年前後を境として構造変化を遂げた可能性が高い(鹿野2006)。ただ、メインバンク関係という慣行は単に融資関係にとどまらずより多面的である(岡部1999b:2章)ので、それが希薄化しているとしても崩壊しているとみるのは言い過ぎであろう。ちなみに、中小企業の場合は引き続き銀行融資への依存度が引き続き高い。

図表8 部門別株式保有比率の推移



(注) 1. 国内機関投資家等は、信託銀行、生保・損保、その他金融機関の合計。

2. 2004年度以降は、ジャスダック証券取引所上場会社分を含む。

(出所) 全国証券取引所「平成21年度株式分布状況調査」平成22年6月。

(出所) 岡部 (2011) 171 ページ。

ともに、それが低い企業は市場からの圧力あるいは株主からの圧力 (voice) を受けて経営の規律づけ (disciplining) がなされることになる。

つまり、従来みられていたメインバンクによる企業経営の規律づけは大きく後退する一方、資本市場による経営モニタリング (米国型の企業モニタリング) の要素が強まってきているわけである。これに伴い、日本の企業経営のあり方は近年大きく変貌してきている⁶。

近年、企業経営の透明化を図るため各種法令の改正が図られ、企業はそうした法令を遵守すること (コンプライアンス) が強く要請されるようになっている。ここで指摘しておきたいのは、法令の遵守は当然であるが、そのことと企業経営の最終目的は同一ではない、という点である。少なからぬ企業において、コンプライアンスに対する組織としての対応 (そのための内部組織新設)、あるいはコンプライアンス充足の自己目的化といったこともみられるようである。もしそれらが、いわばアリバイ作りのための活動であるならば、企業の本来あるべき行動をいま一度想起する必要がある。つまり、企業行動の適法性と実効性は区別すべきものである。法令遵守規定は「仏を作って魂入れず」になってはならない。企業の行動が適法であり、かつ透明性、公平性の面で実効性を持つには、究極的に組織のインテグリティ (organizational integrity) を重視する風土を企業内に醸成することが何よりも大切であることを強調しておきたい。

⁵ この二つが深く結びついていることの詳細な分析は、岡部 (1999b : 5 章) を参照。

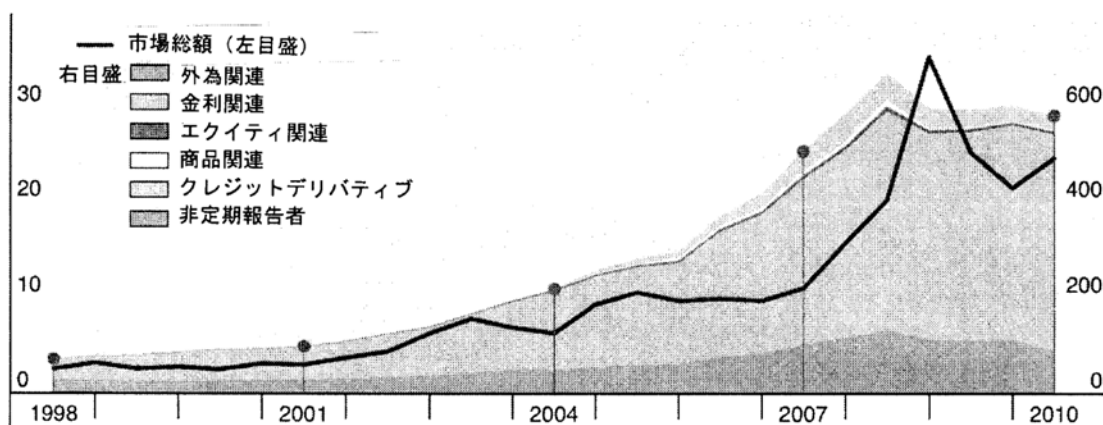
⁶ 筆者の最近の研究は専らこの領域に置かれてきた。その成果を体系的にまとめたものが 400 ページを超える書物、岡部 (2007) である。

金融取引の革新

第4の特徴は、金融契約の形態に革新が生じたことである。従来の金融取引（金融契約）は各種機能を統合した一つの取引として成立していた。しかし、近年の金融取引においては、金融機能を構成する個別の要素に分解したうえでそれが抽出され、そうした要素が単独で市場取引されるという取引高度化が進展している。そして、その取引額が急速に膨張した。

例えば、債券を保有する場合、それには二つのリスクが伴っている。一つは、保有債券の市場価格が継続的に変動することから生じる「価格変動リスク」であり、もう一つは、契約満期になった時にその元本が確実に回収できるかどうかに関する「信用リスク」である。この二つのリスクを元の債券から独立した要素として取り出した金融契約がデリバティブ（derivatives、金融派生商品）である。近年は、その機能の利便さを背景にデリバティブ取引やそれを活用した各種新金融商品の短期的売買（いわばキャッチボール的売買）が急膨張している。このため、デリバティブの世界市場規模は、金利に関連するデリバティブを中心に1998年から10年間でおよそ10倍にもなっている（図表9）。

図表9 店頭デリバティブ取引の世界市場規模（想定元本額、単位 兆ドル）

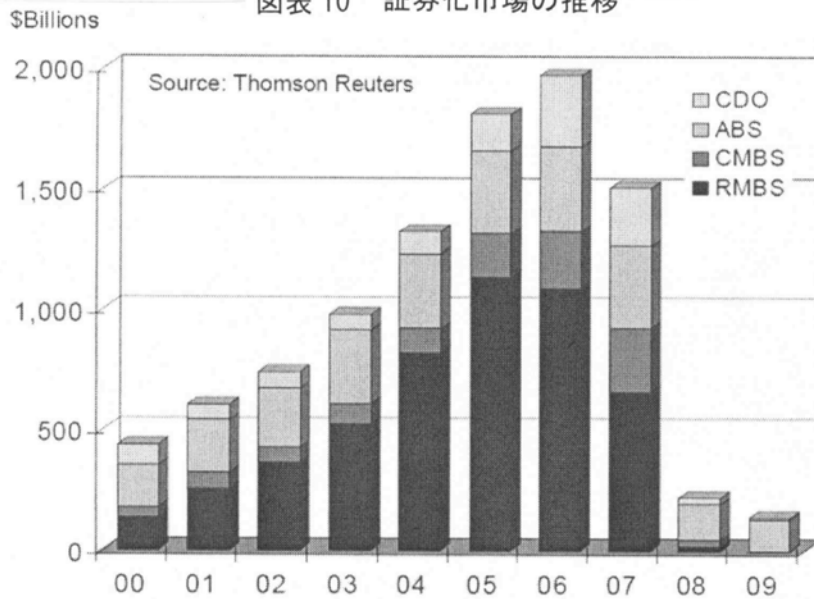


(注) 黒点は3年毎調査が行われた年とそのデータ。

(出所) BIS, *Triennial and semiannual surveys: Positions in global over-the-counter (OTC) derivatives markets at end-June 2010*, November 2010.

デリバティブ取引は高度なファイナンス理論を基礎としているが、多くの場合、短期的な相場変動を解析して得られる投資プログラムに基づいてなされるのが特徴である。つまり近年の証券市場においては、高度の確率論に基づく投資行動、短期的視野での投資、投資家の同質性、という3つが従来にない特徴となっている。このため金融市場では、売買一方向へのフレが従来よりも拡大し、それにつれて価格変動幅が拡大するなど、金融市場に対して従来にない大きな影響をもたらしている。例えば、米国では2007年にサブプライムローン問題が発生、また2008年にはその流れの中で生じたリーマン・ショックによって金融危機の

図表 10 証券化市場の推移



(注) CDO(collateralized debt obligations): 債務担保証券
 ABS (Asset Backed Security): 資産担保証券
 CMBS (Commercial Mortgage-Backed Securities): 商業用不動産担保融資証券
 RMBS (Residential Mortgage-Backed Securities): 住宅ローン担保証券
 (出所) http://commons.wikimedia.org/wiki/File:Securitization_Market_Activity.png

影響が世界的に波及して 2007-2009 年の世界金融危機にまで発展したが、その最大の要因の一つがデリバティブの発達である。ちなみに、デリバティブの一つの形態である証券化市場 (securitization) をみると (図表 10)、2006 年まで急拡大したあと 2007 年以降は急減、「金融溶解 (financial meltdown)」といわれる事態になったことがわかる。これがその後の世界金融危機をもたらした一つの要因になったわけである。

米国発の世界金融危機

米国のサブプライムローン問題とそれによる世界金融危機がどのようなメカニズムで発生し波及していったかを理解することは、研究上もまた今後の政策上も重要な課題である。これについては、なお十分な整理や分析がなされているとは言い難く (金融研究者においてすら共通の理解がなお確立しておらず)、その学術的な論点を整理した論文 (Gorton and Metrick 2012) が最近やっと刊行された状況である⁷。これらを踏まえると、その基本的原因は次のように整理できよう。

第 1 に、金融革新が生み出した複雑な新金融商品 (証券化商品) に潜むリスクの複雑さである。第 2 に、証券化商品に支えられた家計部門の住宅ローンの爆発的な増大による経済全

⁷ この論文 (Gorton and Metrick 2012) では、まず関連事実の時系列的な整理がなされたあと、これまでの世界金融危機と対比した歴史的考察、危機をもたらした要因の蓄積プロセス、今回の危機を特徴づける二つの連続する危機それぞれの特性 (2007 年のサブプライムローン問題および多様な短期負債の取り付け事態への発展)、政府による政策対応とその評価、金融機関の信用供与に関する需要

体のリスク累積である。第3に、金融機関のガバナンス欠如から来るリスク評価ならびに流動性準備の失敗である。そして第4に、金融監督当局の規制および監督の失敗である。

現代金融の二特徴

上記のような要因を含んで展開する現代金融につき、2つの重要な特徴を指摘しておきたい。

一つは「負債に起因する不況深刻化」というメカニズムが存在することである。これは、債務デフレ (debt deflation)、負債の重荷 (debt burden)、借り入れ過多 (over-leveraging) などと称される現象であり、物価ないし資産価格が下落する場合には負債 (名目値で固定された確定元利支払い契約) の存在自体が不況拡大に作用することを指す。負債のこうした側面は、物価ないし資産価格が上昇する場合にはさして問題にならないが、物価ないし資産価格が下落する場合に顕著となるので、効果は二つの状況において非対称的である。

ちなみに、資産 (金融資産、実物資産) の場合には、その価格が上昇する場合、いわゆる資産効果による消費増大、資産の担保価値上昇による銀行借り入れ増大と設備投資活発化、資産価値上昇による設備投資増大 (トービン q の効果) など、景気変動拡大的に作用する機会が多いことが理論的にも、また実証的にも知られている。そして資産価格が下落する場合には、概してこれらの逆現象が発生するので、効果の発現には対称性がある。

しかし、負債の場合には、そうでないのが大きな特徴である。なぜなら、物価ないし資産価格が下落する場合には (1) 負債 (企業の銀行借り入れ、家計の住宅ローン、銀行の受入預金など) の負担は物価ないし資産価格に見合って減少せずにそのまま残る、(2) このため負債を抱える家計、企業、銀行は抑制的な行動 (消費切り詰め、設備投資の抑制、銀行の場合には貸し渋り) を余儀なくされる、からである (岡部 1999b : 156-168 ページ)。つまり、デフレはデフレ深刻化の要因を内包しているといえる。最近の米国景気の足取りを重くしているのは、一つにはこうした要因 (ことに家計部門の住宅ローン返済の重荷) があり、また世界的にみても、近年のデフレ状況がこの面からデフレ脱却を一層困難にしている、と理解できる。

現代金融のもう一つの特徴は、経済の「金融化」が進んだことである。つまり、金融部門の動向が経済全体の動向に対して従来以上に大きな影響を与える状況、とくに経済全体の動向を歪める事態が発生していることである。これは経済全体に関する市場化 (市場原理の優越) がとりわけ金融面において先鋭的に表れた結果であり、利己主義的行動動機の蔓延、競争原理の貫徹、消費者主権思想に基づく規制撤廃、株主価値の最大化など、市場原理主義の考え方が金融市場および政策当局を席卷したために発生したものといえる。その結果、経済

面と供給面ならびに実体経済への影響、につき主要文献の論点が紹介されている。

全体における公平性の歪み（所得面等の格差拡大）、不確実性の増大、知的能力資源の配分の歪み（金融部門への優秀な人材の過大配分）、信用と人間関係の歪み、などを招来している（ドーア 2011）。これは、市場万能主義の崩落といえよう。

3. 金融政策への期待と4つの限界ないし問題

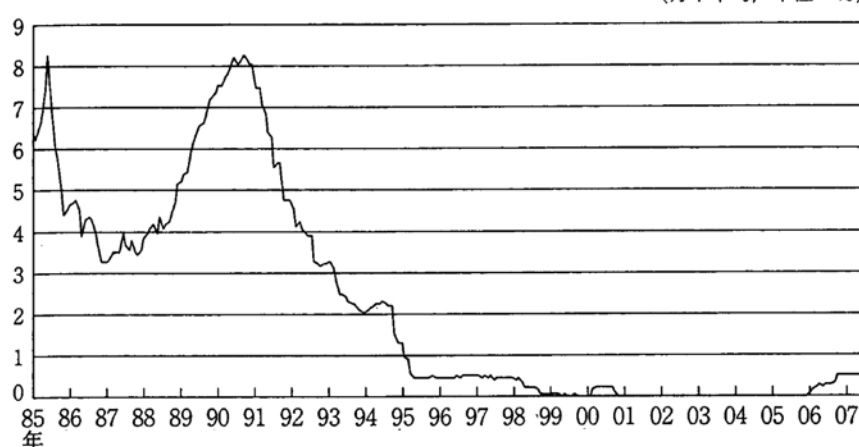
日本経済は、バブル崩壊後、長期不況に陥り緩やかなデフレからなかなか脱却できない状況が続いている。これに対して財政政策は、継続する巨額の収支赤字とそのファイナンスの結果として生じた債務残高が累増しているため対応の余地が極めて乏しい。このため、いきおい金融政策への期待が非常に強い状況が続いている。こうした状況下、日本銀行は世界に先駆けて各種の非伝統的金融政策（unconventional monetary policy）を実施してきた。ここでは、そうした政策の大枠を整理するとともに、その効果と今後の課題を指摘したい。

非伝統的金融政策

日本銀行が採用した非伝統的金融政策の第1は、1999年2月以降の「ゼロ金利政策」である。日銀は、短期金融市場における誘導目標金利である超短期金利（コールレート）を1990年央にすでに0.5%にまで引き下げていたが、1998年9月に0.25%に引き下げ、1999年2月以降はそれをゼロとした（図表11）。これがゼロ金利政策である。しかし、デフレ懸念が強まったため、日銀はさらに強力な緩和政策を採用した。

図表11 日本の短期金利（コールレート）

（月中平均，単位：％）



（出所）日本銀行。

それが第2の非伝統的政策である「量的緩和政策」（quantitative easing policy）である。2001年3月に採用されたこの政策は、（1）金融政策の操作目標を従来のコールレート

から日銀当座預金残高に変更すること（つまり金利から量への転換）、(2) そうした金融調節方式を消費者物価指数の前年比が安定的にゼロ%以上となるまで継続すること⁸、(3) 上記(1)の操作目標達成のために日銀による長期国債買い入れ額を増大させること、などを内容とするものであった。日銀は、その後この政策をさらに強化した⁹。

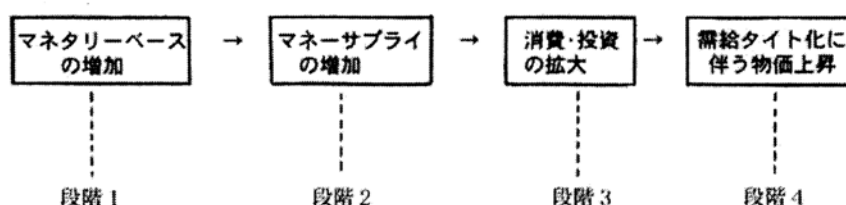
なお、このような量的緩和政策は、その後リーマンブラザーズが破綻した2008年9月以降、世界金融危機に対応するため米国の連邦準備銀行をはじめとする各国中央銀行によって採用され、現在では“QE” (quantitative easing) という略称とともに国際的に採用される政策となっている。

量的緩和政策の効果

2001年以降の量的緩和政策は、どのような経路を通じて期待される効果を持つと考えられたのか。また果たして効果を持ったといえるのか。持ったとすればそれはどの程度のものであったのであろうか。

短期金利はすでにゼロであるので、その効果は「マネタリーベース増大→マネーサプライ（マネーストック）増大→消費と投資の拡大→需給タイト化による物価上昇」という量的側面を通して表れる4段階のメカニズムが想定されたといえる（図表12）。

図表12 量的緩和政策と期待される効果



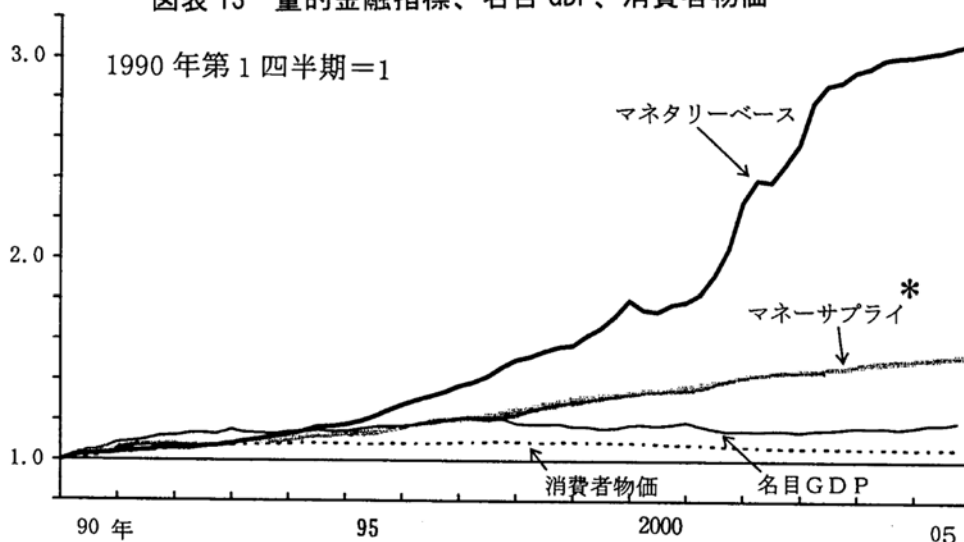
(出所) 岡部 (2006) 図表10。

このメカニズムが実際にどの程度働いたかをみよう。まず段階1において、日銀が直接コントロール可能なマネタリーベースの水準を見ると（図表13）、2001年以降急増しており、確かにその増大は実現されている。しかし段階2として期待されたマネーサプライ（経済全体に行き渡った通貨供給量）は従来の非常に緩やかな上昇傾向を続けただけである。そして段階3の名目GDPの水準、段階4の消費者物価の水準は、ともに量的緩和政策実施後もほとんど上昇しなかった（同図）。つまり、量的緩和政策によってマネタリーベースは確かに極

⁸ これは、この政策の継続時間を規定したものであるため「時間軸政策」と呼ばれる。

⁹ 日銀当座預金残高の目標額は当初5兆円程度とされたが、その後これを逐次引き上げ、2005年5月には30～35兆円にした。

図表 13 量的金融指標、名目 GDP、消費者物価



(出所) 日本銀行。*名称をその後「マネースtock」に変更。

端に増加した(段階1に問題はなかった)ものの、最終的な目標である物価はほとんど上昇を見なかった(段階4はほとんど達成されていない)。段階1の効果が段階2、段階3、段階4まで波及しなかったのは各種の要因が作用した結果であるが¹⁰、要すればデフレ脱却という政策目標は、量的緩和政策を実施しても達成できなかったわけである。

金融政策の効果：4つの限界

以上みた量的緩和政策のほか、それに先立つゼロ金利政策も含めてこの時期の金融緩和政策全体を捉えると、次のような点を指摘できる¹¹。

第1に、金利の非負制約(マイナスにできないこと)を考えると、景気刺激効果が極めて限定的であるのは当然という面があることである(「流動性の罠」と称される状況に陥っていた)。なお一部に、ゼロ金利をさらに突き破って「金利をマイナスにせよ」との主張があ

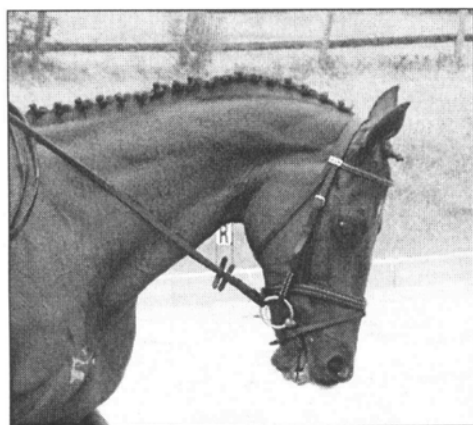
¹⁰ 段階2(マネタリーベースの増大がマネーサプライの増加をもたらすメカニズム)が極めて限定的に作用するにとどまったのは、(1)日本の銀行は不良債権処理に伴う資本の食いつぶしによって経営体力を次第に低下させ貸出リスクを取る能力が低下していたこと、(2)いわゆるBIS規制(自己資本比率規制)が不況期に貸出を慎重化させる面を持っていたこと(後出第6節を参照)、(3)企業でも大企業を中心に内部資金が潤沢化して銀行借入の必要性が低下したこと、などによる(岡部2006)。

段階3(マネーサプライの増大が個人消費や設備投資の増加をもたらすメカニズム)が限定的なものであったのは、バブルの崩壊後、家計は先行きの不安(失業率の継続的上昇)から消費支出を慎重化させた一方、企業でもデフレによる実質債務負担の増大から新規設備投資を抑制したため、手元流動性(マネーサプライ)が多少増大しても支出をあまり拡大しなかったからである(同上)。

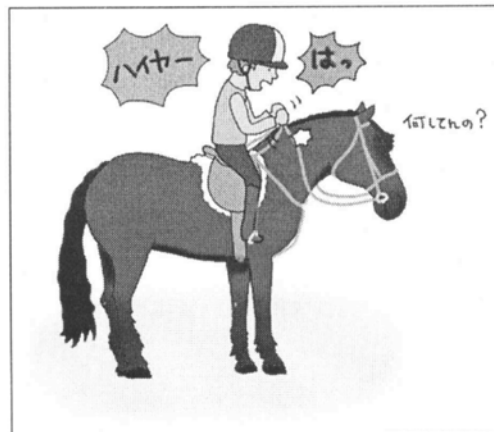
段階4が不発であったのは、その前に位置する段階3が実現しなかったことのほか、(1)この時期に安値の輸入品(繊維製品や生鮮食料品を中心とする中国産品等)が大量に国内に流入し国内物価の上昇を防止したこと、(2)技術革新によってコンピューター等の情報機器等の価格が継続的かつ大幅に低下したこと、なども影響している(同上)。

¹¹ この時期の金融政策を幅広く検討したものとして吉川(2009)がある。

図表 14 金融政策の効果には非対称性（手綱と同じ）



引き締め



緩和

るが、その発想は単純にすぎ、それを実施するのは現実的には不可能である¹²。

第2に、量的緩和政策は金融市場に安心感を醸成し、長期金利に対して若干の引き下げ効果があったことが確認され（植田 2006）、その点では一定の効果があったといえる。ただ、上述したように、そこからさらに進んで景気刺激効果ないし物価上昇効果が検出できなかったとする研究は現時点では見当たらない。

第3に、より大きな視点に立ってみると、金融政策の効果は元来、引き締め政策は効果を持つものの緩和政策の効果は不確実であること（政策効果には非対称性があること）を再度認識する必要がある。比喩的にいえば（図表 14）、乗馬に際して馬の手綱を引けば馬のスピードを落とさせる、あるいは歩行を止めることができる。しかし、手綱を緩めた場合には、馬が歩行を始める、あるいは走り出すかどうかは不確実である。元気な馬（高度成長期の日本）であれば手綱が緩めば走り出す可能性が少なくないが、体調の悪い馬ないし病弱な馬（活

¹² 金利をマイナスにする政策が不可能であるのは下記の理由による（岡部 2006:12-13 ページ）。

(1) 日銀券には利息なし → 日銀がマイナス金利で対民間銀行貸出を行うとしても民間銀行は貸出金利をマイナスにしない（民間銀行はマイナス金利で貸し出すよりも現金を保有する方が有利だから）。また日銀の対民間銀行貸出にマイナス金利をつけるのは、実際には不可能。なぜなら、日銀の対民間銀行貸出にマイナス金利 → 民間銀行は借り入れれば借り入れるほど確実に利益 → 日銀は民間銀行に補助金を与えているとの批判が不可避である、から。

(2) もし日銀券にマイナス金利を付ける（＝時とともに紙幣の価値が低下する）ことが可能ならば上記（1）の問題はなくなる。例えば岩村（2010:290 ページ）は、紙幣についてはではないが電子マネー（IC カードに記憶されている貨幣的価値）についてはそれが可能だと主張している。しかしそれは不可能であろう。なぜなら、第1に、紙幣の中に時計を組み込んだチップを開発して埋め込むという技術は未開発であるから。第2に、そもそも現金の価値が時とともに自動的に低下するという制度変更を国民が受け入れるかどうかには大きな疑問があるから。

そもそも「紙幣」は社会において誰にとっても分かり易い基準（nominal anchor）を提供するものでなくてはならないが、その機能をもつ現在の貨幣（紙幣）を放棄し、それに代わって時間とともに価値が変化する「通貨」を導入するならば、社会生活は著しく煩雑化せざるを得まい。金融政策運営の可能性を拓げるためにそういう貨幣（通貨）を導入するのは本末転倒というべきであろう。

力を喪失している近年の日本経済) の場合、手綱を緩めただけで歩行ないし走行を期待するのは困難と考えるのが妥当であろう。さらに、前述したように企業部門がカネ余り状況にあるもとでは、金利面・量的側面いずれからみても金融緩和の効果は期待薄といわざるをえない。まさに「金融政策は時間を買う政策に過ぎないことを認識する必要がある」(白川総裁 2012)。

金融政策のこうした本質的側面と現在の日本経済の状態を踏まえると、金融政策の限界を認識することが大切である。しかし、政府の一部やジャーナリズムにはこれを的確に理解していない論調が多いのは遺憾である。国際的にみても、理解の深い立場からの論調は概ね理解が深いものが多い。ちなみに、中央銀行の国際機関である国際決済銀行において金融経済局次長を務めるクラウディオ・ボリオ氏は、ごく最近のインタビューにおいて次のように語っている¹³。すなわち (1) 金融超緩和政策は「時間を買う」政策であるが、企業や家計に余裕ができればかえって改革を遅らせ「時間を浪費する」政策になるリスクがある、(2) 日銀にとって政策の選択肢は少なく政府が金融政策に過剰な期待をするのは危険である、(3) 日本では金融政策以外の持続性のある正しい手法を採用すべきである、と。

第4に、日銀が進めてきた超緩和政策のいわば「強行」は各種リスクを潜在的に蓄積していること(比喩的にいえばガチョウや鴨に必要以上にエサを与えてフォアグラを作り出すような事態に陥っていること)を認識する必要がある。例えば近年、経済の「金融化」という現象(金融部門が経済全体を歪める事態)が指摘されているが、その原因は緩和政策だけに起因するものではないものの、その一端は世界的な金融緩和にあるといえる。つまり、前述したように、とりわけ金融分野において利己主義的行動、競争原理の貫徹、消費者主権思想に基づく規制撤廃、株主価値の最大化など市場原理主義の思想が市場および政策当局を席卷している。その結果、経済全体における格差拡大、不確実性の増大、人材配分の歪み、信用と人間関係の歪み、などを招来している(ドーア 2011)。この背景には世界の金利水準が歴史的にみて低位にあることが少なからず関係している。

また、緩和政策の強行は、政府財政のあり方を歪めるリスクも伴うものである。つまり財政は民主主義的手続きによって運営する(選挙によって選ばれた国民の代表者がその規模や配分を決定する)というのが民主主義国家の基本理念であるが、その実体を崩壊させるリスクを伴っている(詳細は次項4で論じる)。

金融政策の課題

上記のような環境に置かれている金融政策にとっては、次のことが課題である。第1に、「中央銀行の独立性」維持の意義とその必要性を再認識することである。「中央銀行の独立

性」を制度上維持することが大切であることは、これまで多くの国の経験ならびに最近約 20 年間にわたる研究によって世界的に確立された認識になっている。もしこの経験的知恵を後退させるならば、長期的にみて大きなコストを負担するのは結局国民である。

中央銀行の政策を政府の権限から独立させておくのが望ましいのは、金融政策はその効果が表れるまでに比較的長期間かかるので、そうしたタイムスパンを念頭において政策運営をする必要がある一方、政治家の行動は選挙における国民の投票行動に拘束されるため視野が必然的に短期的にならざるを得ないので金融政策はそこから切り離しておくことが望ましいからである。

そして、そうした仕組みを民主主義の観点から問題なく機能させるために、中央銀行に対しては独立性を付与することと引き換えに、政策の透明性ならびにアカウントビリティ（説明責任および最終責任）を求める、という制度的な対応をすることが世界標準になっている。現行の日本銀行法は、政府からの独立性を高めることなどを目的に旧法（1942 年施行）を全面改正し 1998 年に施行されたものであるが、ごく最近、現行法の改正提案が与野党双方から聞こえる¹⁴。その妥当性を判断するには、上述した歴史的な知恵を十分考慮しなければならない。なお、日銀法の改正が議論された 1997 年当時には金融研究者が一同となって独立性強化の必要性などに関して発言したが、今回も再び彼らの出番なのかもしれない。

第 2 に、金融政策は、上記 4 つの理由（金利の非負制約、量的緩和政策の効果の限定性、引き締めと緩和に関する効果の非対称性、緩和政策強行に伴う潜在的リスクの蓄積）からもはや大きな限界に直面していることが明らかであるので、それを認識するとともに、現在の日本経済にとっての政策としては「構造面での対策」が不可欠であることを理解することである。ただし、「構造面での対策」といえば従来から「規制の緩和や撤廃」といった抽象的な提案にとどまり、有力研究者はその具体的な研究を敬遠する傾向があった。その理由は、そうした領域の研究は、現行制度などについて相当細かい知識が必要なうえ、理論研究や高度の手法を用いた統計研究とは異なりエレガントな分析にはなじまない場合が多いことによると考えられる。研究者の姿勢としてこれが一つの問題であろう。

なお、日本銀行は、マクロ経済に対する金融政策とは別に、金融システムの安定性を維持する政策（prudential policy）においても、金融庁とともにその責任を負っている。

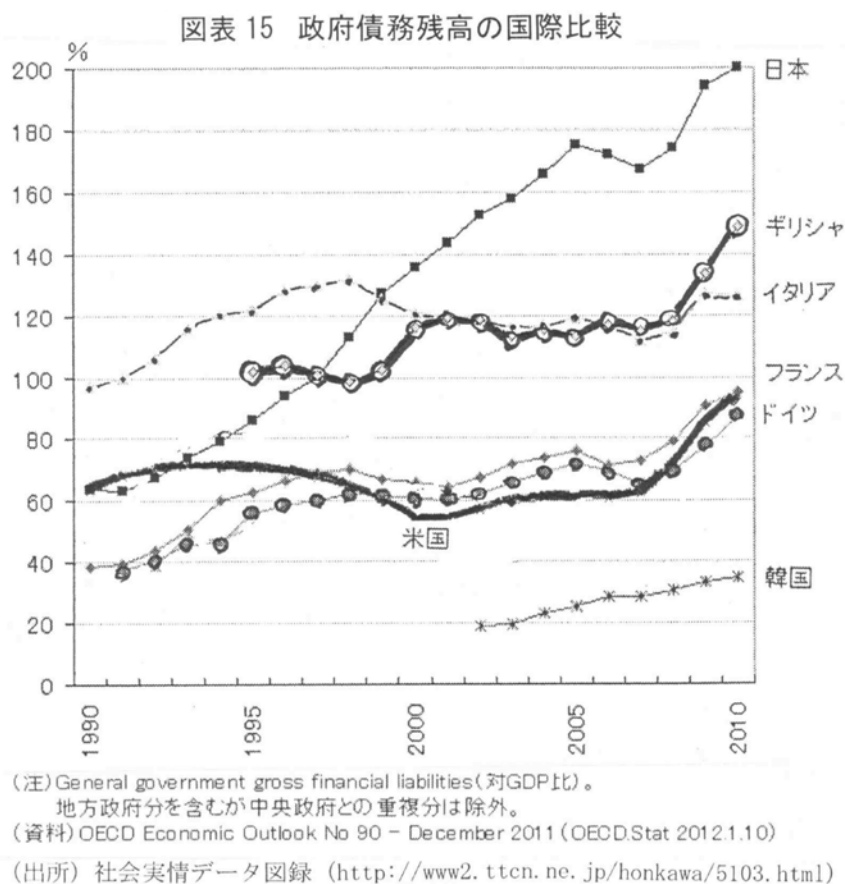
¹³ 日本経済新聞 2012 年 6 月 19 日「緩和長期化はリスクに」。

¹⁴ 自民党は 5 月 31 日、大胆な金融緩和を掲げ金融政策への政府の関与を強めるため、日銀法の改正を衆院選公約の第 2 弾としてまとめた（朝日新聞）。また民主党の有志による「円高・欧州危機等対応研究会」（会長・小沢鋭仁元環境相）は 5 月 31 日、日銀に対する政府の監督権限強化を柱とした日銀法改正案をまとめた（サンケイ新聞）。

4. 国内最大の借り手による借金（国債）の残高累増

日本の国債残高と利回りの特徴

日本の国内金融の特徴は、前述したように、従来は事業会社が資金の最も重要な借り手であったが、1990年代半ば以降は主役が交代、政府部門が国内最大の借り手となっており、しかも毎年の借入額は増加の一途をたどっている。このため、借入額の累積である国債残高が急増、その対GDP比は約200%にも達しており、いま大きな問題となっているギリシャ、スペイン、イタリアなどの場合（120～150%）よりも高くなっている（図表15）。つまり、政府債務の規模に関する限り、日本はこれらの国よりも相対的に悪い状況に陥っている。

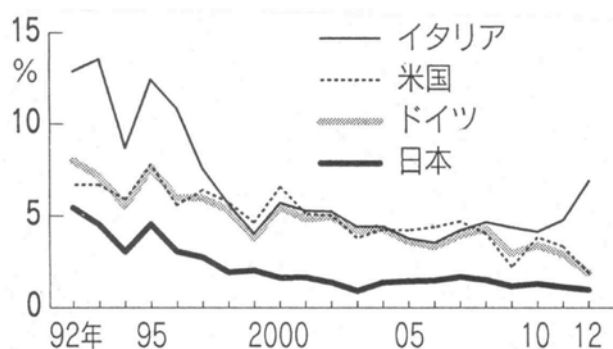


このような時、国債の保有者はその債権が安全に回収できるかどうか疑問を強める（デフォルトの可能性を抱く）場合が多い。そして、何らかのきっかけで保有国債の投げ売りが発生し、その結果、国債の利回りが急騰する¹⁵（新規に発行する国債はより高い金利を付

¹⁵ 市場で国債の売却が高むと国債の価格が低下する。これは国債の利回り上昇を意味する。なぜなら、国債の額面価格を V 、表面利率（クーポンレート）を c 、満期までの残存期間を n 、国債の市場価格を R 、国債の利回りを r とすると、下記のように国債の市場価格 (R) と利回り (r) は逆方向に動く関係があることによる。詳細は岡部（1999a:186-187 ページ）を参照。

けざるを得なくなる) という潜在的なリスクがつきまとう。現に、ギリシャやイタリアの国債はこうしたリスクが現実化し、最近利回りが急騰している。しかし、日本国債については、投げ売りやそれによる利回り急騰は現時点では幸いにも現実化していない(図表 16)。これが一つの大きな特徴である。では、なぜ幸いにもそのような事態にとどまっているのであろうか。これには幾つかの要因がある。

図表 16 主要国の国債金利(10年物国債の利回り、年平均、年率)



(出所) 日本経済新聞、2012年6月7日。

第 1 に、欧州諸国等の国債は外国人による保有が多い(概ね 30~60%) のに対して、日本国債は日本国内の投資家(金融機関等)が 9 割以上を保有していることである(保有構造の差異。図表 17)。これまでの各種研究によれば、投資家は一般に自国通貨建て債券、あるいは自国関連債券に対しては、外国通貨建て債券あるいは外国金融資産よりも選好(偏重)すること(ホーム・バイアス)が知られている(白塚・中村 1998)。こうした傾向がある状況において、日本国債の大半が潤沢な国内貯蓄に支えられて国内投資家によって保有されているならば、投げ売りが出にくいことになる(Hoshi and Ito 2012)。また日本の潜在成長率が低下(実質金利が低下)した状況下では国内の金融機関は適切な融資先を見つけることが困難化し、このため次善の策として安全性が保証された国債を保有する行動を示す一方、国債発行を担当する財務省は各種金融機関のニーズを考慮に入れて国債の満期期限の多様化を図ることによって消化促進を図っていることも見逃せない要因である¹⁶。

第 2 に、日本政府に対する信認が失われていないことが考えられる。つまり、政府は財政の赤字を今後圧縮して健全化を図る意志と能力があり、このため投資家は日本国債の投げ売りを回避している可能性がある。

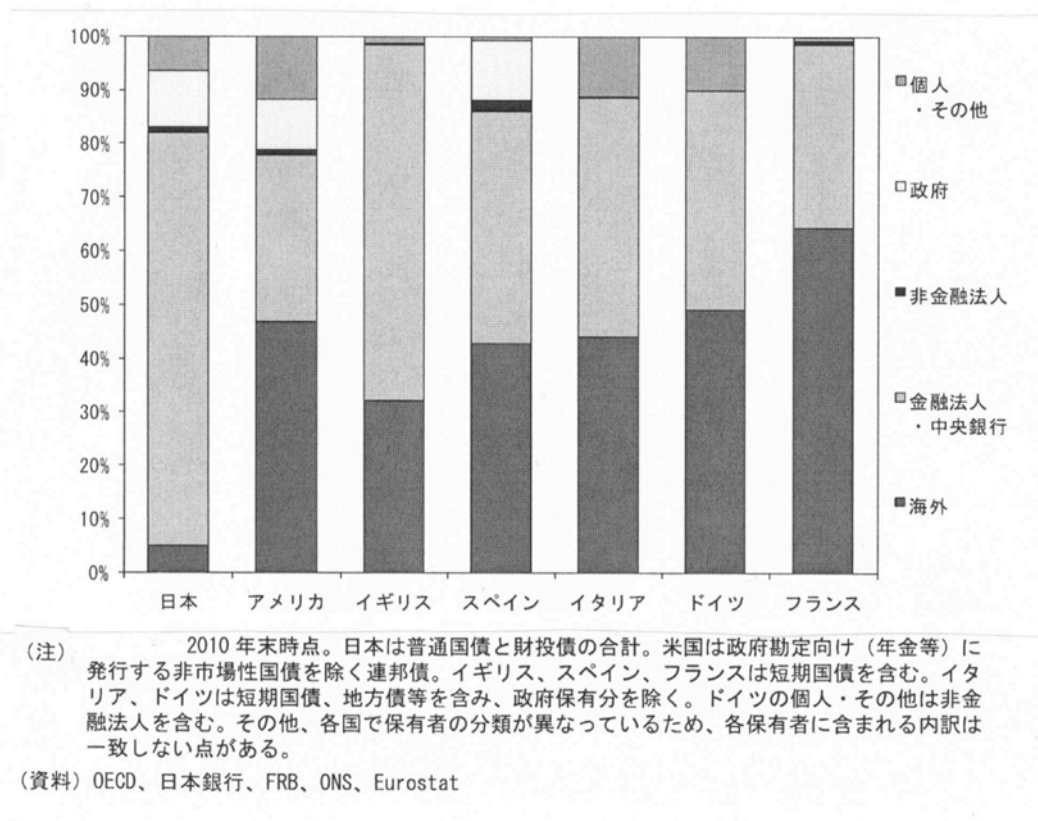
第 3 に、日本では、上記欧州諸国の場合に比べ、今後財政収支のバランスを回復させる(赤

$$r = \frac{c + (V - R) \div n}{R} = \frac{1}{R}(c + V/n) - \frac{1}{n}$$

¹⁶ この点は吉野直行氏のご教示に負う。

字を縮小させる) ための余地が相当残されていることである。具体的には、日本の消費税は5%と欧州諸国(概して20~25%程度の場合が多い)に比べ非常に低水準であり、このため政府が消費税の税率引き上げによって増収を図る余地が相当残されていると市場関係者に見られており、これが投げ売りを防いでいる可能性がある¹⁷。

図表 17 主要国国債の保有者別内訳



(出所) 日本銀行 (http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2012/ko120229a.htm/)。

巨額の国債残高の評価

日本国債の残高は、国際的に見ても異常な水準にあるにもかかわらず投げ売りが見られていない現状は、幸いな状況である。しかし、今後何が引き金となって市場関係者の見方が急変し、潜在リスクが顕現化することになるかは予測不可能である。もし日本国債の投げ売り(利回り急騰)が発生するような事態になれば、財政赤字の資金調達に際して政府は高利息を付さなければならず、それは財政赤字をさらに拡大させる要因になる(悪循環の発生)。また、国債の利回りが急上昇すれば、大量の国債を保有する金融機関等に巨額の損失(評価損)が発生し、その穴埋めのために自己資本を取り崩す必要がある(その結果リスクテイク能力が低下する)ので金融機関の貸し渋りが再び発生し、企業活動ひいては日本経済に大き

¹⁷ この点は南原晃氏のご教示に負う。

なダメージを与える可能性がある。

現在の大幅財政赤字とその結果として膨張した国債残高は、このような潜在的リスクを伴っていることを理解する必要がある。本稿冒頭の第1節でみたとおり、経済システム全体としてみた場合、借金することが必要かつ望ましい面があるので、借金自体が問題なのではない。問題はそうした借金が返済可能かどうか、つまり財政赤字に持続可能性 (sustainability) があるかどうかであり、それが国債の巨額残高を評価するポイントである。

財政赤字は、端的に言えば、国 (国民) として「身の丈以上の生活」(living beyond the means) を続けたことの帰結である。財政赤字が生じるのは、民主制の下では増税が嫌われ、借金に依存して財政支出が膨張することが不可避であることによる。これは各国でみられる歴史的な事実である。その帰結がどうなるかに関して、有力研究者による重要な研究書 (Reinhart and Rogoff 2011) が最近刊行された。この書物は、世界経済史 (8世紀にわたる66カ国の例) をつぶさに検討したものであり、その大きな結論は「長期的には生産 (収入) 以上に消費し得ない」という経済原則が歴史的にみても貫徹している、ということにある。国債を含め巨額の債務が経済に累増するプロセスにおいては、当初ブームがみられるが、その後は例外なく経済に大きな混乱 (信用危機あるいは高インフレ) を招来しており、「今回ないしこのケースだけは別 (This time is different)」という認識は必ず破綻している、というものである。

日本財政の課題

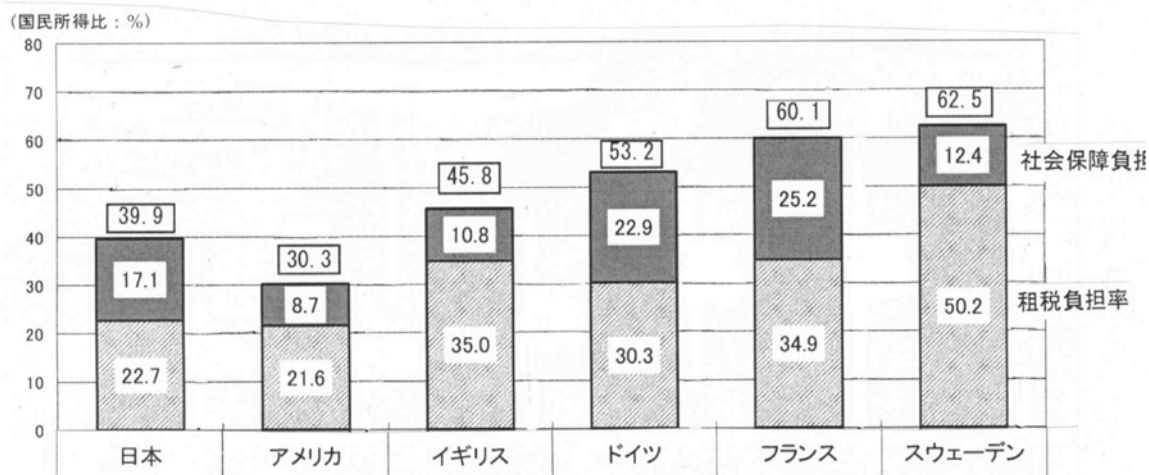
巨額の国債残高は、上記のとおり日本経済に大きなリスクをはらませている。現時点で格別に顕著な問題が発生しているわけではないものの、長期的視点からみればその解決が日本経済安定化と発展にとって必須の条件である。

このため、財政赤字の圧縮による国債発行額の削減、そして国債残高の引き下げに向けた政治面での叡智が求められる。その場合、財政支出カット、あるいは経済の成長による税収増加をもとに財政収支を回復させるべきである、という意見が従来からみられる。しかし、現時点でみられる毎年の財政赤字の規模や、今後さらに進む高齢化に伴う年金ならびに医療費の膨張圧力を考えるとき、そうした対応では到底抗しきれない。

やはり、最も基本的な対応としては、国民負担の引き上げが不可欠と考えるべきであろう。ちなみに、国民負担率を国際比較すると (図表 18)、二つの点を指摘できる。第1に、伝統的に自助の思想が基本にある米国では 30.3%と最も低く、日本は 39.9%とこれに次いで比較的低い。一方、社会福祉の充実を特徴とするスウェーデンでは 62.5%と格段に高く、その他欧州主要国では概して 45~60%と日本に比べて遙かに高水準になっている。これは、然るべき水準の社会保障 (特に年金保険と医療保険) を維持するには、国民負担率の引き上げ

が不可避であることを示唆している。

図表 18 国民負担率の国際比較 (国民負担率=租税負担率+社会保障負担率)



(注) 1. 日本は2012年度(平成24年度)見通し。諸外国は2009年実績。

【諸外国出典】“National Accounts”(OECD)、“Revenue Statistics”(OECD)等

(出所) 財務省資料。

第2に指摘できることは、国民負担の形態を租税負担か社会保障負担かという区別(両者とも強制徴収される点は同じであるが)からみると、日本では租税の形を取った負担がいずれの国よりも相対的に小さいことである。このことは、日本で国民負担を引き上げる場合、社会保険料負担の引き上げよりも租税負担の引き上げの方が自然な対応であることを示唆している。

上記のことを踏まえると、日本では、課税ベースが広い消費税の税率引き上げというかたちでの増税が自然かつ不可避の選択になる。むしろ、増税はいつの時代においても不人気な政策である。しかし、政府には長期的かつ大局観に立った政策が求められる。このためには、社会保険給付面で現行制度の手直し(高所得者に対する給付削減など)を行う一方、やはり増税は避けて通れない道というべきであろう。政府はそうした改革の全体像について「分かり易い説明」をして国民の納得を得ることが何よりも必要である¹⁸。また、一部ジャーナリズムにみられるポピュリズム(大衆迎合主義)からの脱却も課題である。

参考：ユーロを巡る問題

上記の金融論の基本原則を現在最大の世界的経済問題である欧州共通通貨ユーロを巡る

¹⁸ 本稿の元になった講演(2012年6月13日)の後、6月26日には消費税引き上げ等を内容とする法案(消費税率を2014年4月に現行の5%から8%へ、2015年10月に8%から10%へ引き上げることなど)が衆議院で可決され、参議院に送付された。政治生命を賭けてこの法案を通すという態度で臨

問題（欧州金融危機）に応用して考えてみよう。端的に言えば、ユーロを巡る問題も、一部加盟国における債務累積が最も根底にあるという点で経済の基本原則が貫かれている構図は同じである。

つまり（1）ギリシャ、スペイン等では「将来からの借金」でこれまで身の丈以上の生活を享受してきたこと、（2）そうした借金の返済が不可能になった場合には様々な面で経済全体を揺るがす問題（共通通貨ユーロの信認低下による減価など）が発生すること、そして（3）その事態を改善するには従来身の丈以上の生活をした国においてそれ改める（生活水準を切り下げる）こと以外に解決策はないこと、が理論的には示唆される。

もうひとつ重要な点は、ギリシャの国債累増を根源に持つ今次欧州金融危機の根源は、欧州連合（EU）とその共通通貨ユーロに関する制度面において瑕疵があることである。すなわち、通貨の発行および管理の面では加盟国を越えた共通機構（欧州中央銀行制度）が存在する一方、共通通貨の基礎を支える加盟国の経済実体を制御する権限である財政政策は域内で統一されず各加盟国が主権を維持する、という不合理性である。この制度面での欠点が改善されない限り、たとえ今回のユーロ危機が収束したとしても、同様の問題が再発する可能性は引き続き残ることになる。

ちなみに、ユーロはこの点で米ドルと性格を大きく異にする。つまり米ドルは、米国内の各州における共通通貨であり、そのコントロール権限は連邦準備制度が持つ。また米国の国家財政も連邦政府に全面的な権限がある。つまり、通貨、財政政策とも連邦政府がその最終権限を握っている。したがって、最近のユーロ危機のような制度面での瑕疵による問題は生じない構造である。一方ユーロは、通貨としてはそれが加盟国で共通に使用されるが、財政政策に関しては「欧州政府」（欧州連合の最高意思決定機関である欧州理事会）が各国の財政政策に対して権限を持つわけではなく、あくまで加盟国各国の主権に委ねられている¹⁹。このため、金融面と財政面で齟齬が生じることが避けられないわけである。

5. 金融政策と財政政策：境界の曖昧化による危険

デフレを脱却しようという発想から金融政策に対して過大負担ないし過剰期待があることは、大きなリスクを含む。これは前述したとおりである。しかも、それにとどまらず、それはマクロ経済政策のあり方と政府の役割自体にも大きな問題をもたらすリスクもある。本節では、この点を考えたい。

んだ野田総理の政治意志の強さと対応を筆者は評価したい。

¹⁹ 正確に言えば、財政政策の運営は、各国が完全に独立して行えるわけではなく、欧州委員会および欧州連合理事会が加盟国の財政を監視することが定められている（欧州連合の加盟国による安定・成

金融政策と財政政策は、伝統的には相互に独立したマクロ経済政策の手段と位置づけられ、平常時にはそれぞれが最も効率的に目標を達成する領域でそれぞれの役割を果たすべきである、とされてきた。すなわち、両政策とも広義では経済の安定化を目標にしているが、より具体的にいえば、金融政策は物価の安定、財政政策は景気変動の小幅化、そして所得分配の公平化、が中心の政策目標になる。しかし近年は、日銀が超緩和政策を推進し（＝日銀は国債保有額を急膨張させるとともに、CP²⁰・社債・株式・ETF²¹・REIT²²など国債以外のリスク資産を購入して）デフレからの脱却に力を注いでいる。しかし、それにもかかわらず、前述したように金融政策によって物価の安定（デフレからの脱却）を図ることができていないのは、前述したようにそうした政策が奏功する条件が失われているからに他ならない。日銀がこうした対応をしてきた結果、二つの注目すべき事態が生じている。

一つは、日銀が国債を直接引き受けて財政に資金を提供しているわけではないものの、日銀が市場で巨額の国債を購入していることは金融政策が財政の支出可能額の多寡に影響を与えつつあること（財政支出の膨張を側面から支えていること）である。もう一つは、本来マクロ経済政策であるべき金融政策がミクロ的な資源配分効果ないし政策金融（targeted finance）の色彩を帯びる傾向が生じていることである（白川日銀総裁 2012）。

こうした事態は二つの問題をもたらす。第1に、経済政策における民主主義の原則に背馳する面を持つことである。すなわち、民主主義のプロセスを直接得ていない人物（日本銀行の総裁ほか審議委員）が経済全体の資源利用総量やその配分（本来それらは選挙によって選ばれた者が財政政策を通して実行すべきことがらである）を左右することになるからである。

第2に、潜在的なインフレないし経済の歪み要因を蓄積させることである。中央銀行（日銀）による国債引き受け（中央銀行がいわば紙幣を増刷して国債と引き換えにそれを政府に直接手渡す対応）は、日本においてもかつて悪性インフレーションとそれによる経済体質の毀損をもたらした経験がある。その経験を忘れてはならない。つまり終戦直後の昭和22年、政府（復興金融公庫）は事実上の公債（復興金融公庫債券）を大量に日銀引き受けさせるというかたちで資金を調達、それを民間企業に貸し出したのでインフレ（いわゆる復金インフレ）が不可避免に進むこととなった（内野 1978：64 ページ）。この苦い経験を踏まえ、昭和22年に制定された財政法第5条では日銀による国債引き受けを原則として禁止している²³。

長協定)。ただ、この制約があっても EU 加盟国は基本的には財政政策の独立性を保持している

²⁰ コマーシャルペーパー（短期の無担保約束手形）。

²¹ ETF（Exchange Traded Funds。取引所に上場されている投資信託）

²² REIT（Real Estate Investment Trust。不動産投資信託）

²³ 財政法第5条：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。但し、特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りでない。

この精神に基づき日銀では「銀行券ルール」²⁴と称する内規を設定（白川日銀総裁 2011）、法律の精神を遵守することとしている。しかし近年は、その遵守が次第に無理化しつつある面があることを否めない。例えば、各年 12 月末における日銀の貸借対照表をみると、1994 年以降 2000 年までは日銀保有国債の額は発行銀行券の額を下回っていたが、量的緩和政策を採用した時期（2001 年から 2006 年）にはいずれの年もそれが逆転、日銀保有国債の額は発行銀行券の額を上回っている²⁵。今後政府から金融緩和圧力が強まれば、こうした問題を潜在的に深刻化させる可能性がある。そして政治家がそうした圧力を強めるならば、政治家自らが民主主義のルールを蹂躪する結果になる対応をしていることを理解すべきであろう。

6. 金融および経済のあり方に関するビジョンと政策

この研究会はビジョン研究会と称する研究会であるため、最後に金融そして日本経済についてのビジョンを提示しておくこととしたい。といっても、著者に将来のビジョンを的確に描く能力はないので、金融ならびに経済政策の将来を考えるうえでの幾つかの原則を提示することによってそれに代えることとしたい。

金融の考え方と政策原則

金融については、まず、その機能を再確認することが政策の出発点であり、そして大切なことである。金融は、社会に秘められた創造力を新しい製品やサービスとして結実させるうえで重要な仕組みである。ただ、2007～2009 年の世界金融危機で浮かび上がった問題点が少なくないので、それを修正することが欠かせない。そして、近年の情報技術革命をフルに利用しつつ、金融の有効な機能を削減するのではなくむしろ一層活用して行くことの重要性を忘れてはならない（Shiller 2012）。こうした大局観（big picture）がまず必要である。

次に、金融業は市場社会においてその全ての取引を決済する機能を提供するなど、他産業にはない「公共性」を持っているので、政府は他産業にない監督および規制を行う論拠と必要がある。その場合の原則として、以下の 4 つが基本になることをここでは指摘したい。

- (a) システミック・リスク（金融制度の安定性を損なうリスク）の低減と回避をもたらすものであること。
- (b) 金融商品・サービスの革新にとって前提となる健全な競争が実現する環境を維持するものであること。

²⁴ 日銀が市場で買い入れる長期国債の総額を日本銀行券の発行残高以下に収める、という日銀の自主ルール。国の債務に対して日銀が無制限に融資することを防ぐことを意図した規定。

²⁵ 日本銀行調査統計局『金融経済統計月報』における日本銀行勘定。

(c)規制による歪みが最小となるような対応であること。このためには、伝統的な「命令と統制による方式」(command and control approach)でなく「動機整合的な方式」(incentive compatible approach。個別金融機関の自らの利益に基づく行動が社会全体にとっても望ましい結果をもたらす規制方式)を適用する余地が大きい²⁶。

(d)景気変動の振幅を拡大するのではなく縮小する方向に作用する(countercyclical-ity)ものであること。

金融の監督・規制に関する新しい動き、その評価

金融界では、世界金融危機の発生を避けなかった反省から、従来の監督・規制方式を全面的に再検討する動きが続いている。以下では、その主なものを指摘し、評価しておきたい。

その第1は、世界金融危機の発端となった米国の金融のあり方につき、米国政府が監督・規制体制を全面的に改めたことである。具体的には「ドッド=フランク法」と称される新金融規制法(正式名称はウォール街改革および消費者保護に関する法律)を2010年に施行、これによって米国内における金融機関の監督体制・対象機関・監督方式など、従来のあり方が全面的に刷新されている。この法律は16の主要項目から成り、新規に導入された規制は240項目以上にも及ぶという。そのうちのひとつとして「ボルカー(Volcker)ルール」と呼ばれる規制がある。これは、銀行によるヘッジファンドないし未上場企業への投資を禁止するなど、銀行の高リスク投資を禁止する規制である。

この法律は上記(a)を主目的とするものである。ただ、新規に多くの規制を導入している点で、上記(b)や(c)の点では批判的意見も少なくないようである。

第2は、銀行の資金的バッファーである自己資本を充実させて金融システムの安定化を図るため、全世界に亘って「銀行の自己資本比率規制(capital adequacy)の強化」が図られていることである。この規制は当初(1988年以降)いわゆるBIS規制として導入されたものであり(その後「バーゼルI」と呼ばれるようになった)、当初は国際金融業務を行う銀行に対して自己資本比率8%以上の基準を義務づけるものであった。しかし、政策原則の上記(c)および(d)に照らして問題点があるとされた²⁷。このため改正され、2007年以降は「バーゼルII」(保有資産のリスク算定の精緻化、情報開示の強化等)として実施された。そして2007年の世界金融危機後は、危機の未然防止ができなかったことの反省から規制内容をさらに強化、新規制案が「バーゼルIII」として2010年に公表され、これが2019年にか

²⁶ これらの詳細は岡部(1999b:12章3節)を参照。

²⁷ 銀行ではその業務内容(消費者金融・大口取引・資産運用など)によって資本の振り分けを異にするが、BIS規制は各部門同一の資本が必要と前提している。また、自己資本の一部として計上されている株式の含み益は株価下落により減少し、その結果、銀行の貸出圧縮に作用するので不況時には景気押し下げを加速する(したがって景気の振幅を拡大する方向に作用する)等の問題があった(岡部

て段階的に実施されることになっている。

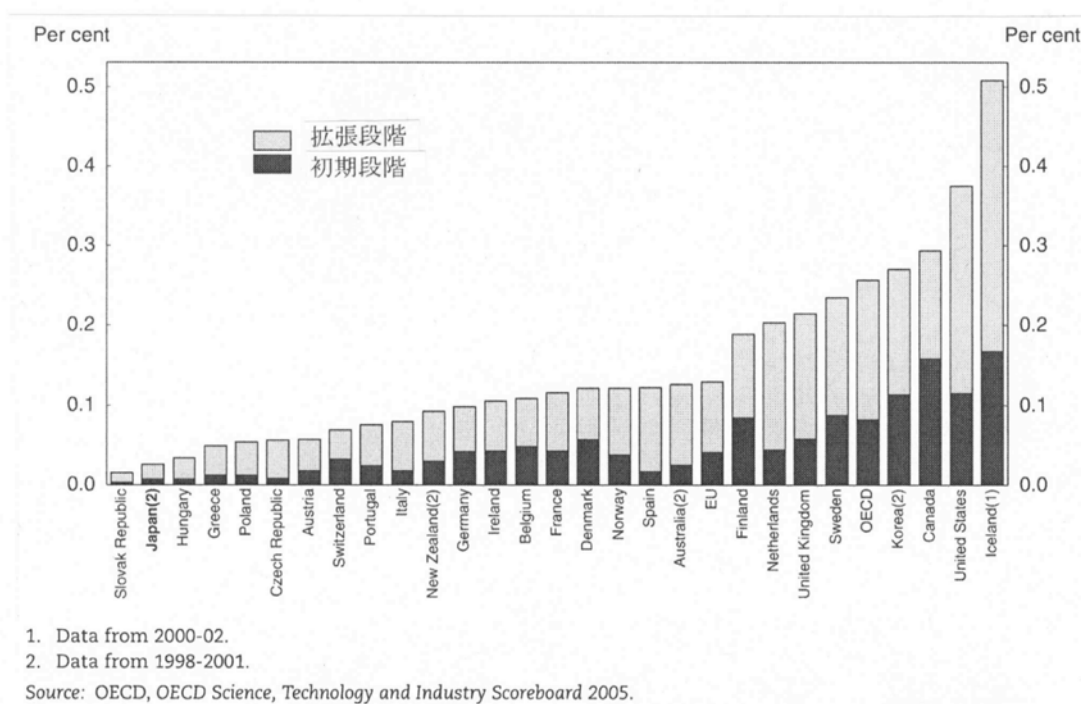
従来、バーゼル規制は、上記の政策原則(c)および(d)に照らして問題点が指摘されたので、新規制では(c)および(d)を実現するほか、(a)の強化も意図している。

日本経済全体のあり方 1：構造政策

最後に、金融を含め日本経済全体のあり方ならびに経済政策のあり方について言及しておきたい。

第1に、国内経済を活性化するには、金融政策が「時間を買う対応」をしている間に「構造政策」を進める必要があることである。マクロ経済政策、とりわけ金融政策には前述したとおり大きな限界があり、その効果は期待薄である。したがって、経済を活性化させるうえでは「構造政策」が必須である。

図表 19 ベンチャーキャピタルへの投資額 (2000-2003年、対GDP比、%)



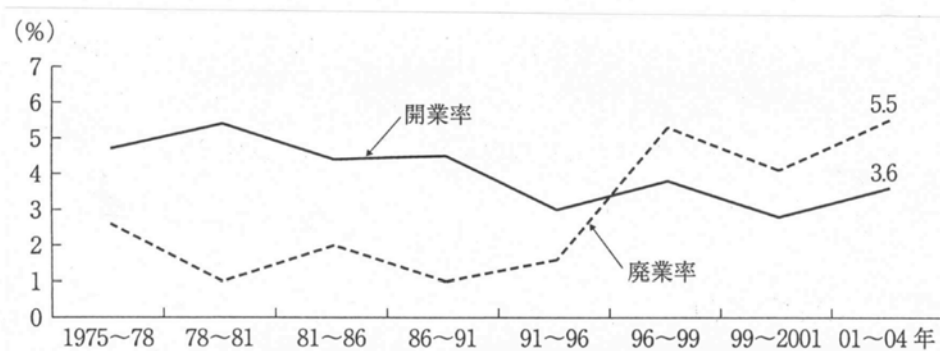
(出所) OECD Economic Surveys Japan, Volume 2006/13, July 2006.

構造政策としては様々な次元のものがある。その例を幾つか挙げると、例えば (1) リスクキャピタル (リスクを負担する意思を持った資本) が十分に供給されるような仕組みに向けた制度改善がある。日本では、確かに銀行金融 (基本的には借入時に担保が必要) は良く発達しているが、創業まもないベンチャー事業や革新的な投資プロジェクトにとっては、担

保力が不十分であるため銀行金融では満足のいく資金調達ができない。このため、それにふさわしい資金調達を可能とするような制度の充実が必要である。ちなみに、ベンチャーキャピタル（ベンチャー事業に資本を供給することを主たる業務とする組織ないし会社）への投資額をみると（図表 19）、日本は主要国の中で極度に少ないことがわかる。確かに、日本ではリスクを伴う資金は企業外部から調達するのではなく企業（とくに大企業）の内部資金によって従来賄われてきた点が特徴である（ドーア 2011:118-119 ページ）。しかし、内部資金は、ともすればリスク回避に傾く性質があるので、リスクキャピタルの流路を多様化することにはやはり意味があると考えらるべきである。

もう一つの例として(2)新規企業の勃興を促進するための環境整備が挙げられる。日本における開業率（1年間に開業した企業数÷前年末時点の企業数）、廃業率（1年間に廃業した企業数÷前年末時点の企業数）をみると（図表 20）、高度成長期が終わってからも 1990 年代半ばまでは開業率が廃業率を上回っていた（この結果、企業数は増加傾向を続けていた）。しかし、1990 年代後半以降は両比率が逆転、廃業する企業が開業する企業よりも多くなっている（この結果企業数は減少傾向にある）。この傾向を再び元に戻すことが求められる。上記（1）は、その一つの方策であるが、それ以外にも多様かつ効果的な政策のアイデアの発掘が欠かせない。

図表 20 開業率と廃業率の推移



(注) 1. 非1次産業。会社企業数ベース。
 2. 開業率=開業企業数(年平均)÷企業数(前回調査時点)。
 廃業率=廃業企業数(年平均)÷企業数(前回調査時点)。
 (出所) 経済産業省『中小企業白書』(2006年版)。原資料は総務省「事業所・企業統計調査」

(出所) 岡部 (2011) 図 5-5。

さらに例を追加するならば(3)高齢化によって危機的状況にあり衰退傾向にある農業に対して活性化策を講じることが挙げられる（本間 2011）。日本農業をみると、その基幹的従事者のうち 65 歳以上の高齢者の割合は、1970 年には約 1 割であったが、近年では実に 6 割に

も達している。このため、農業従事者が非常に近い将来大量退職することによって農業構造は劇的に変化し、弱体化する懸念が大きい。それを回避するには農業への新規参入（とくに若年者の就農）を促進する政策が喫緊の課題である。一方、いま TPP（環太平洋戦略的経済連携協定）への交渉参加が大きな政策課題となっており、そこでは日本農業のあり方が問われているので、この機会を奇貨として農政の抜本的立て直しを緊急に行うことが必要である²⁸。

なお、上記のような各種「構造政策」については、国全体として政策の基本理念とビジョンがなお欠如したままであるのが実情である。またこうした分野への踏み込んだ研究は、研究者にとって「言うは易く行うは難し」といった性格を持つ研究領域である。それらが重要な政策テーマであることに疑いはないものの、そうした研究は伝統的ないし標準的な経済分析からはやや距離があるうえ、分析の手法や結果がエレガントなものになりにくいので、研究者はこうした領域への踏み込みを回避している面がある。この面でも一つ問題があろう。

日本経済全体のあり方 2：社会認識レジームの変革

日本経済全体のあり方に関して今ひとつ指摘したいのは、市場主義の機能とともにその限界を認識する一方、問題解決の新たな枠組みを普及させることが必要なことである。その議論の詳細は省くが、要すれば従来の二分法（市場と政府）による社会観を脱却し、「第 3 部門」の役割が増大していることを認識するとともに、それを社会問題の解決において積極的に位置づけていくことが必要である（岡部 2012b：63 ページ）。そしてその場合、個人の人間としての深化・成長が社会の調和と発展に結びつくような理論、ないしその実践方法の構築を目指すべきだ（岡部 2012b：72 ページ）と考える。

以上

〔引用文献〕

岩村充（2010）『貨幣進化論—「成長なき時代」の通貨システム—』新潮選書、新潮社。

池尾和人・財務省財務総合政策研究所（編著）（2006）『市場型間接金融の経済分析』日本評論社。

植田和男（2006）『ゼロ金利との闘い—日銀の金融政策を総括する—』日本経済新聞社。

内野達郎（1978）『戦後日本経済史』講談社。

岡部光明（1999a）『現代金融の基礎理論—資金仲介・決済・市場情報—』日本評論社。

²⁸ 農業は他の産業と異なり、その多面的機能に着目する必要がある。このため、効率性の向上が重要ながらも、それだけで農政を企画し実施することができない点に留意する必要がある（岡部 2012a）。

- (1999b) 『環境変化と日本の金融—バブル崩壊・情報技術革新・公共政策—』 日本評論社。
- (2003) 「金融システムとコーポレートガバナンス」、岡部光明 (編) 『総合政策学の最先端 I』 慶應義塾大学出版会。
- (2006) 「金利と日本経済—金融の量的緩和政策の評価と展望—」 慶應大学 COE ワーキングペーパー91号。
- (2007) 『日本企業と M&A—変貌する金融システムとその評価—』 東洋経済新報社。
- (2011) 「企業—進化する行動と構造—」、浅子和美・篠原総一(編) 『入門 日本経済 (第4版)』 有斐閣。
- (2012a) 「経済学的世界観の強さと限界—経済学における人間の行動前提の再考そして対応方向—」 明治学院大学 『国際学研究』 41号。
- (2012b) 『現代経済学を超えて—私の経歴と考え方の発展— (明治学院大学最終講義)』 慶應大学出版会。
- 鹿野嘉昭 (2006) 「グローバル化、情報化と日本型金融システム—メインバンク関係の変容を中心として—」、同志社大学 『経済学論叢』 58(2)、25-78 ページ
- 白川方明 (2011) 「通貨、国債、中央銀行 —信認の相互依存性—」、日本金融学会 2011 年度春季大会における日本銀行総裁特別講演。
- (2012) 「社会、経済、中央銀行」、Foreign Policy Association (ニューヨーク) における日本銀行総裁講演。
- 白塚重典・中村恒 (1998) 「国際分散投資におけるホーム・バイアス・パズルを巡る諸論点」 日本銀行金融研究所 『金融研究』 第 17 巻第 2 号
- ドーア、ロナルド (2011) 『金融が乗っ取る世界経済—21 世紀の憂鬱—』 中公新書 2132。
- 本間正義 (2011) 「農業—グローバル化と国内農政改革」、浅子和美・篠原総一(編) 『入門 日本経済 (第4版)』 有斐閣。
- 吉川 洋 (編) (2009) 『デフレ経済と金融政策』 慶應義塾大学出版会。
- Gorton, Gary, and Andrew Metrick (2012) “Getting up to speed on the financial crisis: a one-weekend-reader’s guide,” *Journal of Economic Literature*, 50:1, pp.128-150
- Hoshi, Takeo, and Takatoshi Ito (2012) “Defying Gravity: How Long Will Japanese Government Bond Prices Remain High?” 日本経済学会 2012 年度春季大会報告。
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth Rogoff (2011) *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press. (邦訳、ラインハート=ロゴフ 『国家は破綻する—金融危機の 800 年』 日経 BP 社)
- Shiller, Robert J. (2012) *Finance and the Good Society*, Princeton University Press.