

金利と日本経済

—金融の量的緩和政策の評価と展望—

岡部光明 *

2006 年 3 月

21 世紀 COE プログラム

「日本・アジアにおける総合政策学先導拠点」

慶應義塾大学大学院 政策・メディア研究科

本稿は、著者が「藤沢市経済金融問題懇話会」（市長をはじめとする市政担当幹部約 30 名が出席）において 2006 年 2 月 13 日に行なった講演に加筆したものである。著者もメンバーの一人として参加している同懇話会が創設された 2002 年以来つねに的確な問題提起をされ、また著者に今回の機会を与えてくださった山本捷雄市長に感謝したい。そして今回の講演テーマを提案してくださった大水康秀氏（藤沢市企画部経営企画課主幹）、講演当日の議論を的確に誘導してくださった坂井敏晃氏（藤沢市企画部経営企画課政策研究室）、有益なコメントを下された新井信行氏（藤沢市財務部長）ならびに久世善雄氏（藤沢市助役）、指定討論者としてコメントを下された泉澤俊一氏（あずさ監査法人代表社員）ならびに丹羽文紀氏（野村証券金融市場情報管理部）に謝意を表わしたい。

* 慶應義塾大学大学院 政策・メディア研究科／総合政策学部（okabe@sfc.keio.ac.jp）

金利と日本経済
－金融の量的緩和政策の評価と展望－

岡部光明

【概要】

実践活動を重視する総合政策学の観点からみた場合、大学あるいは大学教員が地方自治体の活動に関与していくことは大きな意味を持つ（大江・平高 2006）。本稿の著者は、藤沢市の活動の個別具体的なことがらに関与しているわけではないが、市政担当者が市政運営において念頭におくべき一般的条件がどのようなものであるかを市政担当者に理解を深めてもらう、という立場からこれまで同市に関与してきた。本稿では、金利と日本経済、とくにこれまでの金融緩和政策の特徴、評価、展望を論じ、次いでそれらが藤沢市にとって持つ含意に言及した。そして（1）日本銀行はデフレ脱却のため各種の斬新な政策手段を採用してきている、（2）しかし短期金利がゼロとなった状況下ではどのような手段を用いても景気拡大ないしデフレ脱却にとっての効果は極めて限定的である、（3）量的緩和政策はこれまで経済全体に幾つかのひずみをもたらしている一方、現時点ではその政策を終結する条件も次第に整ってきている、（4）今後金利水準が上昇するようになった場合、市政担当者にとっては苦勞が少なくないが、それに対応していくことが市民から期待されている、など主張した。

キーワード：デフレーション、ゼロ金利、量的緩和政策、時間軸効果、中央銀行の独立性とアカウントビリティ、市債

はじめに

本日は、山本市長をはじめ藤沢市の市政ご担当幹部の皆様に対してお話をする機会を与えられ、まことに光栄でございます。

金利と日本経済、あるいは金融政策というテーマは、色々な視点から取り上げることができます。毎日の新聞を賑わしているようなことがらを中心に時事解説的な内容で講演を組み立てることもできましょうし、またそれよりも一歩後にさがって、より根本的にものごとを理解する視点から整理してみることもできましょう。私は常ひごろ「すぐに役に立つことは、すぐに役に立たなくなる」という考え方をしています。換言すれば「すぐには役立たないかもしれないが、長期的にみれば役に立つようなこと」を身に付けることが大切であり、それが大学教育のあるべき姿であるというのが私見です。皆さま方はむろん学生ではなく、政策担当のプロフェッショナルであられますが、本日の講演は、大学教員である私のこうした考え方を基礎として一つの私なりの視点を提供してみたい。つまり、私が本質的に最も重要であると考えいくつかの点を取り上げ、それをできるだけ分かり易く説明したいと思います。

具体的には(1) そもそも金利とは何か、どのように決まる（あるいは決める）のか、(2) 金利と経済全体の関係は標準的な場合にはどのようなものか、(3) 金利がゼロとなった場合にはその関係がどのように異なってくるのか、(4) 金融の量的緩和とは何か、その効果はあったのか、(5) いま議論になっている量的緩和「解除」はどう考えるべきか、(6) 対立しているようにみえる政府と日銀（中央銀行）の関係はどうあるべきか、を順次整理してみます。そして最後に(7) これらの議論は地方自治体（藤沢市）にとって何を意味するか、を述べることにしたい。

1. 金利の意義とその決定

金利とは何か

金利とは、ひと言でいえば「おかねの値段」です¹⁾。しかし、いま私が手に持っているこの1万円札はちょうど1万円です。これを1万1千円で売ろうとしても買い手は付きません。ところが、この1万円と1年後の1万1千円を交換しようとするれば、交換を希望する人がでてきます。つまり、お金の値段を決めるには時間（この場合1年間）という要素を考慮する必要があり、そうした時にはじめてお金の値段を定義することができるわけです。この場合は1万円対1万1千円、つまり1.10、あるいは10%です。つまり、お金の値段とは具体的には「資金を一定期間使用することに対する支払い対価」つまり利子（金利）であり、一般的には「金利支払額÷元本」をパーセント表示した値のことをいいます。それは通常「金融資産の利回り」と称されています。つまり、お金の値段と金利は同じことを意味する、と理解することができます。

1) 金利の詳細は、岡部（1999a）の8章、9章、10章を参照。

図表 1 市場金利の推移 (1996-2005 年)

(年%)

年・期・月末	コールレート		公社債現先 参考利回		譲渡性 預金平均金利 (新規発行分)	国内CP 発行平均 金利	政府短期 証券利回	割引短期 国債利回	ユーロ円 金利先物
	無担保	有担保							
	オーバー ナイト	翌日	翌月	3 か月					
1996	0.44	0.38	0.279	0.249	0.557	0.52		0.300	0.750
1997	0.47	0.44	0.232	0.231	0.562	0.61		0.335	0.820
1998	0.32	0.34	0.140	0.141	0.694	0.66		0.380	0.680
1999	0.05	0.01	0.117	0.067	0.223	0.17	0.070	0.095	0.355
2000	0.20	0.22	0.363	0.324	0.217	0.23	0.400	0.450	0.420
2001	0.002	0.001	0.010	0.010	0.088	0.13	0.006	0.007	0.130
2002	0.002	0.001	0.002	0.003	0.026	0.10	0.002	0.003	0.115
2003	0.001	0.001	0.001	0.001	0.008	0.05	0.002	0.010	0.135
2004	0.002	0.001	0.001	0.001	0.006	0.03	0.001	0.002	0.105
2005	0.004	0.001	0.001	0.001		0.04	0.002	0.026	0.435

年・期・月末	応募者利回				長期国債 (10年) 新発債 流通利回	公社債店頭売買参考統計値（平均値）				
	長期国債 (10年)	地方債 (10年)	政府保証債 (10年)	利付金融債 (5年)		利付国債 (10年)	公募地方債 (10年)	政府保証債 (10年)	利付金融債 (5年)	社債 (12年)
1996	2.751	2.877	2.864	1.600	2.760	2.727	2.863	2.845	1.721	3.115
1997	1.991	2.173	2.160	1.400	1.910	1.918	2.105	2.083	1.633	2.825
1998	0.972	1.368	1.256	1.200	1.970	2.050	2.204	2.093	1.930	3.024
1999	1.836	1.911	1.900	1.300	1.645	1.704	1.854	1.805	1.274	2.059
2000	1.663	1.811	1.800	1.200	1.640	1.659	1.820	1.777	1.259	2.003
2001	1.311	1.405	1.400	0.950	1.365	1.329	1.397	1.385	1.087	1.616
2002	1.007	1.080	1.077	0.400	0.900	0.888	0.963	0.946	0.399	1.141
2003	1.380	1.523	1.546	0.650	1.360	1.330	1.415	1.403	0.663	1.892
2004	1.445	1.418	1.480	0.600	1.435	1.397	1.460	1.464	0.640	1.618
2005	1.456	1.528	1.511	0.950	1.470	1.488	1.556	1.548	0.943	1.703

(出典) 日本銀行「金融経済統計月報」。

ただ、一口に金利あるいは利回りといっても、それは多種多様です。身近な預金金利のほか、借入金利、国債利回り、コールレートなど、資金貸借の期間や主体によって様々なものがあります。いま各種市場金利の推移をみると（図表 1）、金利に関して重要な事実を三つ指摘できます。第一に、金利水準はこの 11 年間（1996-2005 年）全体として継続的に低下し、いまや極限状態ともいえる低い水準になっていることです。例えば、コールレート（金融機関が相互に大口の短期資金を貸借する場合の金利）は何と年利 0.004 パーセントとほぼゼロ（金利が付かない状態）です。第二は、資金の貸借期間が長くなるほど概して金利（年利表示）が高くなることです。短期の貸借（例えばコールレート翌日もの）よりも、長期（5 年～10 年）の各種債券利回りの方が明らかに高い水準になっています²⁾。第三は、資金の貸借期間が同じでも、調達主体のいかんによって金利水準が異なることです。期間が同じ 10 年でも、国による資金調達の場合（国債）の金利が最も低く、ついで地方公共団体による場合（地方債）が低く、そして事業会社による場合（社債）は相対的に最も高くなっています。

2) 金融論では、この現象を「金利の期間曲線あるいはイールドカーブが右上がり」という。

これは、借入れ資金が、当初契約したとおり満期返済される程度がどのようなものであるか（信用リスク）を反映しているからです。

では、なぜ金利が支払われるのか。その理由は第一に、金利は現金を一定期間手放すことに対する報酬である、といえるからです。例えば、資金を1年間貸す（1年もの定期預金を銀行に設定する）場合、現金を1年間「寝かせる」（途中で使うことができない）状況にするわけであり、そうすることに伴う報酬（見返り）が金利である、と考えることができます（金利は流動性に対するプレミアムという考え方）。また、資金を借入れる側（企業）からみると、返済期限になれば借入額にいくらかの金額（利息相当額）を加えた金額を支払う意思とその能力がある、という面があるからです。つまり、一見おかねの値段である金利は、究極的には実物経済活動（資本の生産性）に根源（ルーツ）を持つものなのです。このため、金利は従来から金融論の中心的テーマであり、また理論的にも難しい面をもっています。

なお、非常に興味深いことに、金利が全くない世界（金利支払いを一切禁止した経済システム）も世界には存在しています。それはイスラム諸国の経済です。イスラム教の聖典「コーラン」では金利の支払を禁止しており、このためイスラム系の銀行では利払いがなされません。そもそも金利のない経済システムはどのように回転してゆくのか。これは興味ある課題ですが、本日は割愛します³⁾。

金利の機能

では、金利はどのような機能を持つのでしょうか。第一に、金利は資金を効率的に配分する役割を持っています。より高い金利を支払ってもよいと考える人（生産性がより高い企業）に対して資金をより多く流す働きをするからです（金利のシグナル効果）。このように資金が効率的に利用されることによって、経済全体の生産性（効率）が高まるわけです。

第二に、金利の水準は、経済活動を大きく左右する機能を持っています。金利の景気動向への影響です（金利のマクロ経済効果）。例えば、高金利（あるいは金利水準引上げ）の下では、企業は資金借入コストが高くつくので投資採算が悪化し、設備投資や在庫投資を手控えるようになります。また個人も、高金利下では貯蓄（金融資産への投資）をすることによって大きな利息収入が得られるので、所得を貯蓄に振り向ける傾向を強め、その結果消費が低下します。金利高はこのようにして投資や消費を抑え、景気悪化をもたらすことになるわけです。

第三に、金利は一国の経済活動の成果を各部門に分配するうえで大きな働きをします（所得分配効果）。金利水準が高い時には、資金の借り手はより多額の金利支払いを余儀なくされるので不利な立場に置かれる一方、貸し手はより多額の金利収入を得ることができるので有利な立場に立ちます。つまり、高金利時には、貯蓄主体である家計にとって有利である一方、通常は借入主体である企業や国にとって不利に働きます。逆に、近年のように金利水準が低い時には、借り手は比較的安い金利で資金調達が可能となるので有利な立場に立つ一方、貸し手は金利収入が減るので不利な状況に追い込まれます。つまり、低金利時には、貯蓄主体である家計（とくに金利生活者）にとって不利となる一方、

3) イスラム金融の概要は、岡部（1999a）のボックス 8-1（184-185 ページ）を参照。

借入主体（企業、国、あるいは地方公共団体）にとっては有利な状況といえます。

こうした金利水準の高低がもたらす所得分配効果は、金融政策をタイミング良く発動するうえで直接考慮に入れるべきことでないかもしれません。しかし、これまで約 15 年間にわたって金利水準が一方的に低下する⁴⁾とともに、いまや事実上ゼロ金利状態となっているような状況においては、これまでの所得分配効果が累積して社会的にも大きな意味を持つようになっていきます。この点は、昨今の金融政策論議において必ずしも十分留意されていないように見受けられますが、私は今後の政策運営において考慮に入れるべき一つの大きな要素だと考えています。

図表 2 制度部門別にみた金利収支の推移（1996-2004 年）

---年平均額、兆円

	1996-1998	1999-2001	2002-2004 年
非金融法人企業	-22	-14	-9
金融機関	36	33	32
一般政府	-7	-7	-7
家計（個人企業を含む）	-2	-6	-10

（注）プラスは受取超、マイナスは支払超。

（資料）内閣府「平成 16 年度国民経済計算確報及び平成 12 年基準改定結果」を用いて、各部門の「利子支払額」から「利子受取額」を差引いて著者が算出。

<<http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/h16-kaku/keisuhyo-syo-kanjo.html>>

上記の点を統計的に跡付けるため、いま日本全体の経済活動を総括した「国民経済計算」統計を用いて経済各部門の利子純収支額（金利収入額マイナス金利支払額）をみましょう（図表 2）。すると幾つかの重要なことを指摘できます。第一に、従来から最大の資金借入れ部門である事業法人（非金融法人企業）は、利子の純支払額が 1996-1998 年には年平均 22 兆円と最大の支払部門でしたが、その後支払額が減少傾向をたどり 2002-2004 年にはそれが 9 兆円にまで縮小していることです。第二に、家計部門（個人企業を含む）の利子純収支額は、1996-1998 年に年平均 2 兆円と比較的小幅の支払超⁵⁾でしたが、その後は事業法人の場合とは逆に増加傾向をたどり 2002-2004 年にはそれが 10 兆円にまで拡大したことです。そして第三に、金融機関、および一般政府の利子純収支額は、ともにほとんど変化していないことです。すなわち、前者は大幅な利子純受取部門であり続け、また後者は比較的小幅の利子純支払⁶⁾という状況をそれぞれ継続しています。

4) 全ての金利のかなめの位置にある公定歩合（日本銀行が民間金融機関に貸出す場合に適用する金利）は、1991 年 7 月の引下げ（6.0% → 5.5%）を嚆矢として連続 13 回の引下げが行われ、2001 年 9 月以降は 0.1% となっている。

5) 家計自体は最大の貯蓄超過部門である（したがって純利子受取主体であると考えられる）が、ここでは家計に個人企業（借入残高が相当額存在する）を含めた統計となっているため、同部門が基調的に利子純支払主体になっていると思われる。

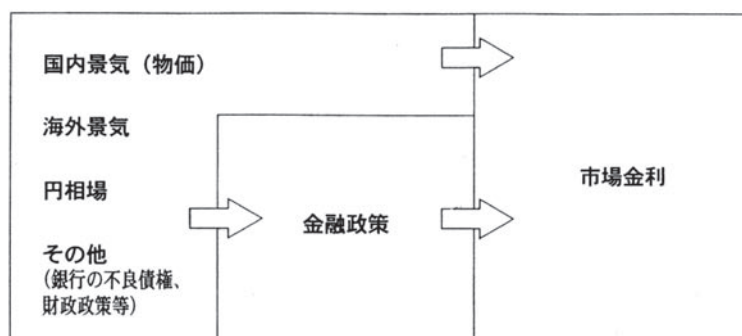
6) 政府の国債発行額や地方公共団体の地方債発行額はいずれも累増しており、このためこれら公債の利払い額も増加傾向にあるが、「一般政府」には公的年金や特殊法人（ともに多額の資産運用残高を保有）が含まれている。このため、金利純収支は比較的安定して推移したと推測される。

以上の事実を言い換えると、金融緩和が政策的に一段と加速した 1996 年以降の所得分配に着目した場合、家計部門は低金利によって大きな犠牲を強いられたといえます。それとは逆に、事業法人部門は大きな利益を享受し、また金融機関と一般政府も、従来の利子収支の水準を確保できたことがわかります。つまり、近年大きな問題となっている政府財政の大幅赤字（巨額の国債利払い）あるいは金融機関における不良債権は、たしかにこの時期に生じた大きな問題でしたが、それらが日本経済の循環に破壊的影響を与えることなく済んだのは、超低金利政策のもとで家計部門が大きな犠牲を払ったからである、と理解することができます。近年の超低金利政策が不可避免的に生み出したこのような所得再分配効果は、金利のマクロ経済への効果に比べて注目されることが比較的少ないものとどまっていますが、日本経済が長期不況を脱出したあとの金融政策を考えるうえで念頭に置く必要のある点といえます。

金利はどのように決まる（あるいは決める）のか

では、このような重要性をもつ金利は、果たしてどのようにして決まる（あるいは決められる）のでしょうか。結論的にいえば、市場金利には二つの経路からそれぞれ力が作用し、それら両方が合成されて市場金利が決定される、といえます（図表 3 参照）。第一は、国内景気（あるいは物価）、海外景気、円相場などが市場金利に大きな影響を持つことです⁷⁾。第二は、日銀による金融政策が市場金利に大きな影響を与えることです。つまり市場金利は、各種の市場要因で「決まる」面と、日銀が「決める」面（とくに短期金利の場合）の両方があるわけです。この点を理解しておくことがたいへん重要です。

図表 3 市場金利の決定要因：大別すると二つの経路



（出典）岡部（2003）図 6-1。

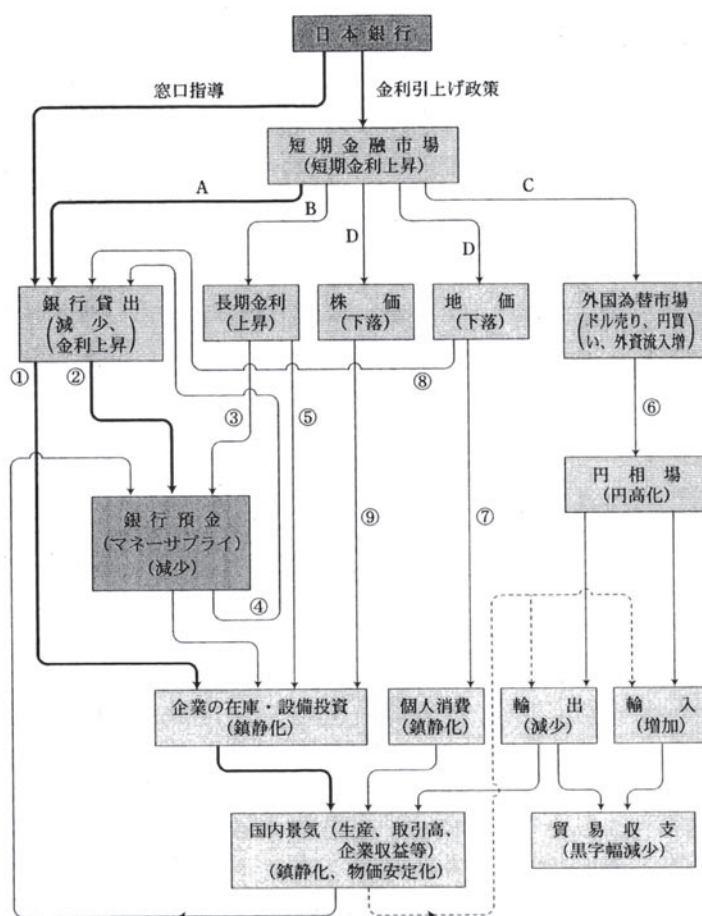
日銀が「決める」場合（つまり金融政策）の手段として代表的なものは二つあります。一つは、資金供給に関する市場オペレーション、つまり日銀による債券（国債や手形）の買い入れです（逆に資金を吸収する場合のオペレーションでは日銀が債券を売却する）。例えば、民間銀行が日銀に保有する日銀当座預金の量を増やそうと日銀が考える場合には、日銀は市場で債券を購入し、その代金を売り主の金

7) 例えば、景気が上昇すれば、取引額増大に伴う通貨の取引需要が増大するので、通貨供給量が一定である限り、金融市場の需給が引き締まることによって金利が上昇する。また、インフレ期待が強まれば、フィッシャー効果（市場名目金利は実質金利と期待インフレ率の合計として成立するという現象）によって市場金利が上昇する。

いま一つの手段は、日銀の貸出額操作、あるいは貸出に際して適用する金利（公定歩合）の変更です。公定歩合は伝統的に金融政策の姿勢を代表するシグナルの役目を果たしてきました。しかし、現在の公定歩合は、何と年利 0.10% という極端な低水準になっており⁸⁾ この面からの政策対応は事実上もはや不可能となっています。

2. 金利と経済全体の関係 (1) : 金利がプラスの標準的な場合

図表 4 金融政策の効果波及経路



10

は次のように整理できます（図表 4）¹⁰⁾。

金利引下げの効果波及メカニズム

その効果は大別して二つの経路で経済全体に波及して行きます。第一は、利下げによって銀行貸出が増加することに伴う効果、つまり量的効果です。貸出が増加すれば、企業は設備投資資金の調達が行ないやすくなるので投資を活発化させる一方、家計部門では住宅ローンを利用しやすくなるので住宅投資が増えます。この結果、景気全体にプラスの影響が生じます（経路 A）。

第二の効果は、金利水準が低下することにもなう様々な影響（金利効果ないし価格効果）です。これには 3 つの経路があります。第一は貸出金利が低下することによって、企業では設備投資の採算が好転して設備投資を増加する一方、家計部門でも住宅ローン金利の低下によってローンが利用しやすくなり住宅投資が増加するので、景気全体を上昇させる、という経路です（経路 B）。

第二は、金利が引下げられれば金融資産よりも株式のほか土地などの実物資産の保有が有利になるため、株価や地価を上昇させることに伴う効果です。すなわち、株価の上昇は企業の設備投資を促進する効果¹¹⁾を持つとともに、地価の上昇は、企業が銀行借入に際して要求される担保価値の上昇を通じて企業の借入を容易化ないし増大させるため、この面からも設備投資の増加をもたらします。このような経路から、資産価格の上昇は景気上昇をもたらすわけです（経路 D）。こうした効果があることは、1980 年代後半のバブル期の経験が如実に物語っています。

そして第三は、利下げが円安をもたらすことに伴う効果です（マンデル＝フレミング効果）。円金利が低下すれば、円建て資産はドル建て資産に比べ利回りが低下するので、投資家は円売り、ドル買いという行動をとります。このため、円安化が生じ、その結果、日本製品は国際市場で割安化する（海外市場での競争力が強まる）ため、日本からの輸出が増大します（日本企業にとっての需要増大）。それが景気上昇に貢献するわけです（経路 C）。

つまり金利引下げは、上記 4 つの経路を通して景気を回復させ、それによって国内の需給をタイト化させるので物価の上昇をもたらす、あるいは物価下落傾向（デフレ）からの脱却を可能にするわけです。このメカニズム（4 つの経路）は、金利水準がプラスである時に、金利を引き下げることによって作用するものです。

ところが、短期金利水準を示す代表的な指標である公定歩合は、1991 年にそれまでの 6.0% から

8) ちなみに、公定歩合はかつて 9.0% という高水準の時期が 2 度あった（1973 年の第 1 次石油危機当時および 1980 年の第 2 次石油危機当時）。

9) 詳細は日本銀行金融研究所（2004）第 6 章を参照。なお、金融政策の手段としては、これら二つの他に、従来から預金準備率の変更が教科書で指摘されてきたが、この手段は機動性に劣るなどの理由から最近ではほとんど活用されていない。ちなみに、預金準備率は 1991 年 10 月に変更されたが、その後現在までの約 15 年間全く変更されていない。

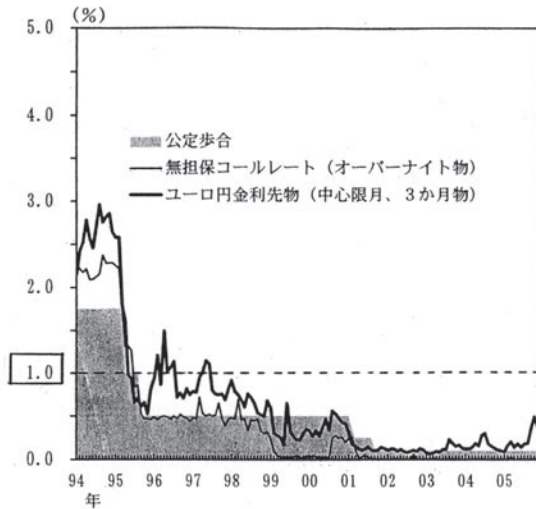
10) 図表 4 は、金利の引下げではなく引上げのケースを示しているが、本文で述べる金利引下げの効果波及影響メカニズムは全く逆に考えればよい。

11) 「トービンの Q」の値が上昇することによる投資刺激効果と称される。

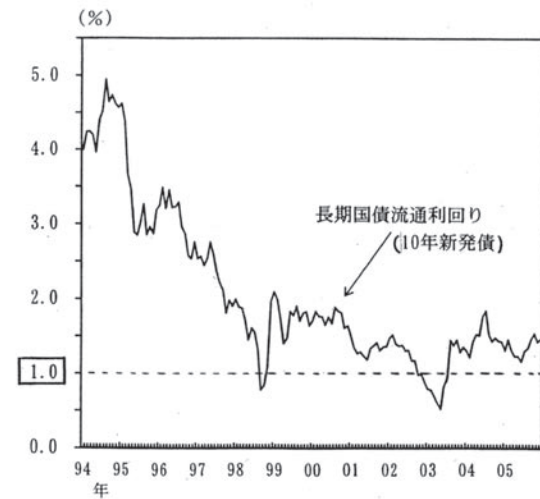
12) なお長期金利（国債流通利回り）は、図表 5 (2) に示される通り、およそ 1% 前後で推移しており、ゼロより幾分高い水準にある。

図表5 市場金利の推移（短期金利および長期金利）

(1) 短期



(2) 長期



（出典）日本銀行「金融経済月報」2006年1月。

5.5%へと引き下げられ、その後一貫して引下げられて2001年9月以降は0.1%という超低金利になっています。この結果、市場短期金利はほぼゼロという状態です（図表5（1））¹²⁾。したがって、ここで整理した政策効果の経路は、現在では残念ながらほとんど作用しない状況に陥っているわけです。

名目金利をマイナスにできない理由

金利（名目金利）がゼロになったとしても、それをさらに引下げてマイナス金利にすれば金利引下げの効果が依然として期待できるのではないか。こういう議論がでてくるのは自然です。ところが、それは実現できることではありません（金利の非負制約）。その理由は次のとおりです¹³⁾。

第一に、金利によって景気回復を企図する場合、重要なのは民間銀行の貸出金利（企業にとっての借入れ金利）をマイナスにすることですが、それはまず不可能だからです。というのは、中央銀行がベースマネー（現金あるいはそれと同じ意味をもつ日銀当座預金）の供給を増やして金利水準をマイナスにしようとしても、現金（日本銀行券）に金利が付かない以上、民間銀行は現金（金利ゼロ）を保有するほうが、貸出（マイナス金利）を行うよりも相対的に有利となり、その結果、民間銀行に現金を滞留させるだけにしかならないからです。つまり、現金供給をいくら増加させたところで、民間銀行の貸出金利をマイナスにすることは可能とならないのです。

確かに、それを回避するアイデアがなくはありません。その方法の一つは、現金（日本銀行券）保有にマイナス金利が付く（時とともに現金の価値が低下する）、という状況を作り出すことです。しかし、これには二つ問題があります。第一の問題は、それが成功するためには紙幣の中に時計を組

13) 以下は岡部（2003）の134-135ページによる。

み込んだチップ（集積回路）を埋め込み、時間とともにその紙幣の価値が減少する扱いをすればよいわけですが、そうした技術が未だ完成していないこと（新規に開発する必要があること）です。もう一つの問題は、そのような仕組みの下では、一般国民が保有している紙幣の価値が時とともに確実に減少することを意味するわけですが、果たして国民がそうした状況を容認するかどうか、多いに疑問があるからです。

第二の方法としては、民間銀行の貸出金利をマイナスにするために日本銀行の対民間銀行貸出し金利（公定歩合）をマイナスにすることが考えられます。しかし、それは専ら政治的理由により不可能でしょう。というのは、公定歩合をマイナスにすることは、民間銀行としては日本銀行から借り入れれば借り入れるほど利息が受け取れること¹⁴⁾を意味する一方、その場合でも、民間銀行が貸出金利をマイナスにするか否かは不確定でしかありません。したがって、日本銀行は民間銀行に補助金を与えている、という批判がなされることが避けられず、このためそうした政策対応が政治的に可能とは考えられません。

第三に、上記のように公定歩合をマイナスにすること、つまり民間銀行は日本銀行から借入れれば借入れるほど利益が上がるという状況にするには、日本銀行の財務的余裕が十分にあることが前提条件ですが、現実にはそうでない¹⁵⁾ので実現可能ではありません。

3. 金利と経済全体の関係（2）：金利ゼロ・量的緩和の場合

短期金利がゼロになってしまった状況の下では、上記4つの経路のうち、経路B、経路C、経路Dはもはや作用しなくなります。この場合に可能な政策は、もっぱら経路Aによって銀行貸出を何とか増加させることだけとなります。また、そのための対応策によって、未だゼロではない長期金利を多少なりとも引き下げられる可能性が幾分存在します。

こうした苦しい状況の下で日銀によって採られた政策が、金融の「量的緩和政策」（quantitative easing policy）と称される政策です。したがって、その効果は元来かなり限られたものであるといわざるをえません。このように金利水準がゼロ近傍にまで低下した場合、金融政策は経済を不況から脱出させる機能を喪失するわけです。この現象は、J. M. ケインズ¹⁶⁾によって「流動性のワナ」に陥った状態（金融政策を発動しても不況というワナから脱出することができない状態）という表現によって早くから指摘されていたことです。ゼロ金利状態のもとでは、このように金融政策の景気刺激効果には本来大きな制約があること（過大な期待をしてはいけないこと）をまず認識しておくことが必要です。

14) 借入れすることによって利息を払うのとは全く逆である。例えば、日銀から1000万円を借入れても、その満期返済額は950万円であり、という状況を意味している。

15) 日本銀行の純利益に相当する「税引前当期剰余金」は、平成12年度1.3兆円、13年度1.4兆円であったが、その後は金利低下を反映して大きく落ち込み、14年度0.5兆円、15年度0.04兆円、16年度0.4兆円にとどまっている。

16) 世界大不況直後の1930年代にマクロ経済学の基礎を築いたイギリスの経済学者。

4. 量的緩和政策：その意味と効果

では、量的緩和政策とは具体的にはどのような政策なのか。そしてその政策効果は、限定的ならざるをえないにしても、どのようにして現れるもののでしょうか。

図表6 日本銀行の金融政策の推移（1998-2004年）

1998年	4月1日	新日銀法施行
	9月9日	無担保コールレート翌日物を0.25%へ引き下げ
	11月13日	企業金融支援策決定
1999年	2月12日	無担保コールレート翌日物を「できるだけ低めに推移するよう促す」ことを決定
	4月13日	時間軸政策採用
2000年	8月11日	ゼロ金利政策解除（無担保コールレート翌日物の誘導金利を0.25%に引き上げ）
<u>2001年</u>	2月9日	ロンバート型貸出制度導入、公定歩合引き下げ（0.5%→0.35%）
	2月28日	無担保コールレート翌日物引き下げ（0.25%→0.15%）、公定歩合再引き下げ（0.35%→0.25%）
	3月19日	<u>量的緩和策採用（当座預金残高目標5兆円に）</u>
	8月14日	当座預金残高目標の増額（5兆円→6兆円前後）、長期国債買い入れ増額（月4000億円→6000億円）
	9月18日	当座預金残高目標の増額（6兆円→6兆円上回る）、 <u>公定歩合引き下げ（0.25%→0.10%）</u>
	12月19日	当座預金残高目標の増額（6兆円上回る→10兆～15兆円）、長期国債買い入れ増額（月4000億円→8000億円）
2002年	2月28日	長期国債買い入れ増額（月8000億円→同1兆円）
	9月18日	銀行保有株買い入れ公表（11/29より買い入れ開始、2004年9月末までに2兆180億円累計で買い入れ）
	10月30日	当座預金残高目標の増額（10兆～15兆円→15兆～20兆円）、長期国債買い入れ増額（月1兆円→1兆2000億円）
2003年	3月5日	当座預金残高目標額（4/1から17兆～22兆円に増額、日本郵政公社の日銀取引開始に伴う措置）
	4月8日	資産担保証券（ABS）買い取り表明（7月より買い入れ開始）
	4月30日	当座預金残高目標増額（17兆～22兆円→22兆～27兆円）
	5月20日	当座預金残高目標増額（22兆～27兆円→27兆～30兆円）
	10月10日	当座預金残高目標の上限の増額（27兆～30兆円→27兆～32兆円）、時間軸コミットメントの明確化
2004年	1月20日	<u>当座預金残高目標増額（27兆～32兆円→30兆～35兆円）</u>

（出典）植田（2006）図表3-1。

量的緩和政策は、金融緩和を一層進めるために日本銀行が2001年3月に打ち出した一つの政策運営の方法です（図表6）。それは現在も適用されており、3つの柱によって構成されています（図表7）。すなわち第一に、金融政策の操作目標を従来のコールレート（短期金利）から日銀当座預金残高に変更したことです。第二に「消費者物価の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上になるまでこの金融調節方式を継続する」と日銀が約束したことです。そして第三に、日銀当座預金残高の目標達成に必要なだけ日銀は長期国債の買い入れを増額する、としたことです¹⁷⁾。つまり、金融の量的な指標（日銀当座預金残高）¹⁸⁾に目標値を定め、その目標値を次第に増額することによって金融緩和を促進しようとするものであるため「量的緩和」と称されるわけです。こうした政策運営をする場合、その効果には二つの種類があると理解できます。

図表7 日本銀行による金融量的緩和政策（2001年3月実施）の要点

- (1) 金融政策の操作目標をコールレート（短期金利）から日銀当座預金残高に変更すること。
- (2) この金融調節方式は「消費者物価の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上になるまで継続する」と約束すること。
- (3) 日銀当座預金残高の目標達成に必要なだけ長期国債の買い入れを増額すること。

（資料）日本銀行「金融政策決定会合議事要旨」（2001年3月19日開催分）に基づき著者が要約。

政策効果（1）：資金量増大に伴う効果

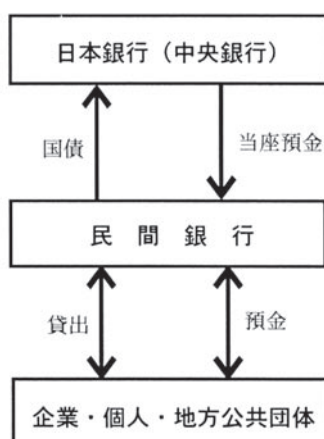
第一の効果は、資金量の増加から期待される各種の効果です（量的効果）。これは、いましがた述べた量的緩和政策の内容（前出図表7）のうち、第一と第三の点に関係する効果といえます。これを的確に理解するには、まず銀行システムが、図表8で示されるように2段階で構成されているという認識から出発する必要があります。つまり企業・個人・地方公共団体は、いずれも民間銀行との間で融資関係（設備投資資金、住宅ローン、事業遂行資金等の借入）がある一方、これらの主体は民間銀行に預金口座を持ち、そこに預金というかたちで資金を保有しています。そして民間銀行は、これ

17) この国債買入は日銀が市場から行なうものである。なお、日銀が政府の発行する国債を直接引き受けることは、財政規律を弱めて悪性インフレをもたらす可能性がある（それは歴史的教訓でもある）ため、財政法第5条によって原則として禁止されている（国債の市中消化の原則）。

18) 操作目標は、マネタリーベースではなく日銀当座預金残高である点に留意する必要がある。なぜなら、マネタリーベースは日本銀行当座預金と現金から構成されているが（1）そのうち9割を占める現金の発行量は家計や企業のニーズで決まってくるものであり日本銀行が短期的にコントロールすることが困難である、一方（2）日本銀行当座預金は日本銀行が日々のオペレーションを通じてある程度コントロールすることが可能である、との理由による。

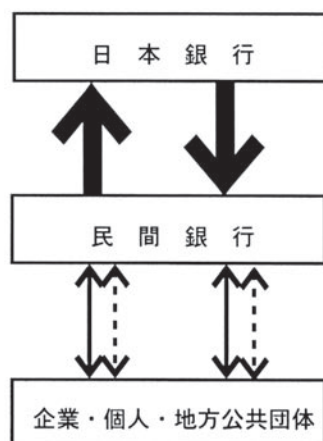
と同様の関係を日銀との間で持っています。すなわち民間銀行は、その保有債券（長期国債等）を日銀に買い取ってもらうとか、あるいは日銀から資金を借入れるといった取引関係を持つ一方、それぞれの民間銀行が日銀に当座預金口座（その残高がマネタリーベースの構成要素になっている）を持っています。つまり、銀行システムはこのような「2階建てモデル」で理解できるわけです。

図表8 銀行システムの理解方法（2階建てモデル）



（注）著者作成。

図表9 量的緩和政策（上段太矢印）とそれによって期待される効果（下段の点線）



（注）著者作成。

このような理解を前提とした場合、量的緩和政策は、政策実施から効果発現までが四段階で作用する政策であるということが出来ます。

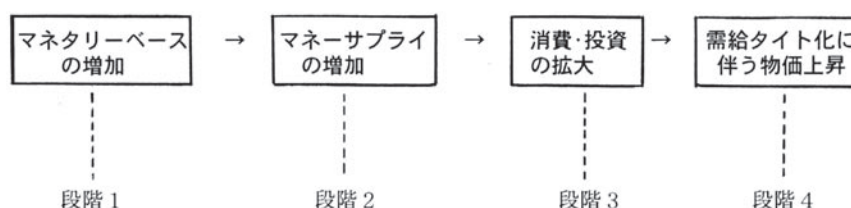
第一段階は、日銀が民間銀行の日銀当座預金残高に目標値を設けるとともにその値を次第に増額させてゆく（上記第一の点）一方、それを実現するうえで必要なだけ民間銀行から長期国債を買い入れ

ること（買いオペレーション。上記第三の点）です。これを可能な限り積極的に行なうと理解できるので、その事情を視覚的に示すため図表9において太い矢印で示してあります¹⁹⁾。

第二段階は、日銀がこうして民間銀行の日銀当座預金（マネタリーベースのうち制御可能性の高い部分）を積極的に増加させる結果、民間銀行は手元資金が潤沢化するので貸出を増加させ、それに伴い個人や企業が持つ預金（つまりマネーサプライ）²⁰⁾が増加すると期待できます。このようにして生じる追加的な貸出ならびに預金の増加を図表9では点線の矢印で示してあります。

第三段階は、このようにして個人や企業の手元資金（預金残高）が潤沢化する結果、個人や企業が支出（消費や設備投資）を増加させると期待できることです。その結果、総需要が増大して財やサービスの需給関係が引き締まり、それにつれて物価が上昇する（つまりデフレから脱却できる）と期待できるわけです。これが第四段階です。以上の説明を図式化すれば、図表10のようになります。つまり「マネタリーベース増大→マネーサプライ増大→消費・投資の拡大→需給タイト化に伴う物価上昇」というメカニズムです。では、こうしたメカニズムは実際どの程度働いたのでしょうか。

図表10 量的緩和政策と期待される効果（図式的理解）



（注）著者作成。

まず第一番目の段階（図表10では段階1と表示）に関しては、日銀が量的緩和政策を積極的に実施したという十分な統計的証拠があります。いま日銀の貸借対照表（バランスシート）をみると（図表11）、日銀の主要資産項目である国債および手形は2000年末に合計63兆円でしたが、その後積極的に買い上げをした結果、5年後（2005年末）には142兆円と2.2倍にもなっています。これに見合って負債側では、日銀にとっての最大負債項目である発行銀行券が増加している（63兆円→79兆円）²¹⁾ほか、量的緩和政策が目標とする指標である当座預金も6兆円から32兆円へと大幅に増加しています。したがって、日銀は自ら約束した通りの行動をしたといえましょう。

問題は、その結果としてデフレ脱却がどの程度達成されたのか、あるいは達成されずじまいになっているかです²²⁾。図表12は、それに対する一つの解答を示しています。この図によれば、マネタ

19) 日銀の金融資産買入は、長期国債（日銀当座預金の積上げを目的）のほか、資産担保証券（ABS）、銀行が保有する株式など、中央銀行としては非伝統的といえる各種資産もある程度対象としてきた。これも近年における金融政策の一つの特徴である。

20) マネーサプライとは、一般に、流通現金残高に預金残高を加えた合計額として定義される。

21) 発行銀行券が増大したのは（1）景気回復あるいは株価や地価の上昇に伴って取引決済のための現金需要が増加したこと、（2）預金金利など資産運用金利が極端に低下したため人々が金融資産を現金（いわゆるタンス預金等）のかたちで保有する傾向が強まったこと、が影響している。

図表 11 日本銀行の貸借対照表（バランスシート）：5 年間の変化

(1) 2000 年 12 月末

資産		負債および資本	
国債	56	発行銀行券	63
買入手形	7	当座預金	6
その他	43	売現先勘定	0
		その他	37
合計	106	合計	106

(2) 2005 年 12 月末

資産		負債および資本	
国債	98	発行銀行券	79
買入手形	44	当座預金	32
その他	13	売現先勘定	28
		その他	16
合計	155	合計	155

(資料) 日本銀行「金融経済統計月報」。

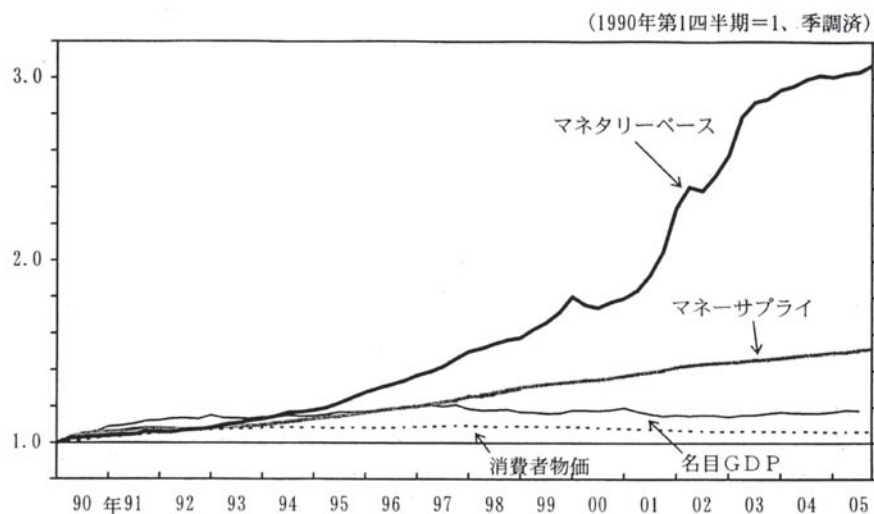
リーベースは、最近 15 年間で約 3.1 倍になっています。一方、企業や個人が保有する通貨であるマネーサプライは約 1.5 倍にとどまっており、さらに名目 GDP は約 1.2 倍、そして消費者物価の水準は約 1.05 倍にしかありません。つまり、量的緩和政策によって、マネタリーベースは極端に増加した（第 1 段階に問題はなかった）ものの、最終的な目標である物価はほとんど上昇しない（第 4 段階はほとんど達成されていない）という結果になっています。

なぜこのような結果になったのか。その理由は、前出の図表 10 で示したメカニズム（段階 2、段階 3、そして段階 4）が様々な理由から十分に働かなかったことにあります。まず、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というメカニズム（段階 2）は、極めて限定的に作用するにとどまりました。なぜなら、日本の銀行は、1990 年代を通して有価証券の含み益減少あるいは不良債権処理に伴う資本の食いつぶしなどによって経営体力を次第に低下させ（図表 13）、その結果、貸出リスクを取る能力が低下して貸出（それによって創造される預金の増加）が小幅にとどまったからです。また、金融機関の経営の安全性を維持するために設けられているいわゆる BIS 規制（自己資本比率規制）²³⁾ も、この時期に貸出を慎重化させる面を持っていたことは否めません。つまり、金融機関に「貸し渋り」を余儀なくさせる事情があったこと（金融仲介能力の低下）が大きく影響しています。また、大企業を中心として企業側でも従来に比べて内部資金が潤沢であり、このため銀行借入

22) この点に関する詳細は、岡部（2003）の 5 章 2 節を参照。

23) 国際的業務を営む銀行は、自己資本比率を 8 % 以上に維持する必要があるという規制。詳細は、岡部(1999b)の第 12 章を参照。

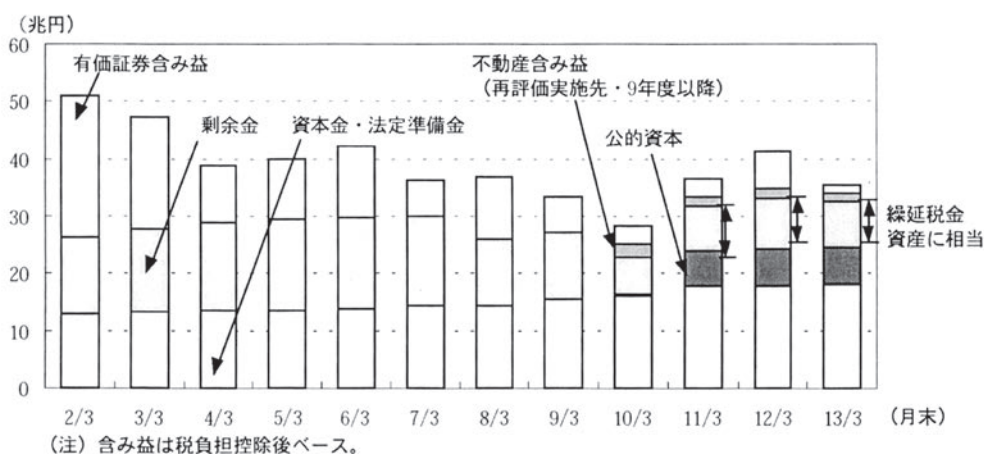
図表 12 量的金融指標と名目 GDP ならびに消費者物価（1990 年 -2005 年）



(注) 1. マネタリーベースは、準備率調整後の値。
2. 消費者物価は、総合除く生鮮ベース（消費税率引き上げの影響は除いている）。

(出典) 日本銀行「金融経済月報」2006 年 1 月。

図表 13 銀行の経営体力の推移（資本および含み益）



(注) 含み益は税負担控除後ベース。

(出典) 日本銀行考査局「全国銀行の平成 12 年度決算と経営上の課題」

図表 I-12、『日本銀行調査月報』2001 年 8 月。

の必要性が低下したことも銀行貸出の伸びを抑制する要因となりました。

次に、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というメカニズム（段階 3）もまた限定的なものでした。なぜなら、資産価格バブルの崩壊後、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するという行動パターンを示したため、手元流動性（マネーサプライ）が多少増大しても支出はあまり拡大しなかったからです²⁴⁾。

さらに、現実には個人消費や設備投資がさして増加しなかったのですが、仮にそれらが増加していたとしても、この時期には物価を低下させる要因が目立ったため、デフレ脱却のシナリオの最終部分（段階4）には効果がほとんどみられませんでした。つまり、この時期には安値の輸入品（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、これが国内物価の上昇を防止する上で相当大きな要因となりました。また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大幅かつ継続的に低下し、これが国内物価を引下げた面も少なくありません。これらの要因による物価下落は、不況を深刻化するものでないため消費者および経済全体にとって望ましいものであり、いわば「良い物価下落」といえます。ただ、この要因がこの時期の消費者物価指数の上昇を押しとどめたことは事実です。

以上をまとめると、量的緩和政策による「資金量による効果」は結論的に二点を指摘できます。第一は、その政策によって潤沢な流動性（資金）供給が続くという安心感を民間金融機関に与え、国民の間に広がりつつあった金融システム不安を和らげる効果をもったことです。これはマクロ経済的効果とは多少次元が異なるものですが、重要な効果といえます。第二は、しかしながら、そうした量的効果は景気刺激あるいはデフレ解消にほとんど効かず仕舞いだったことです。

政策効果（2）：コミットメントによる「時間軸効果」

第二の効果は、日銀が短期金利を長期間維持するという強いコミットメント（約束）がもたらす効果です。これは、すでに述べた量的緩和政策（前出図表7）の内容の第二点に関係する効果であり「時間軸効果」（policy duration effect）と称されています²⁵⁾。つまり、現実の短期金利がゼロに到達した後も、消費者物価指数の上昇率が安定的にゼロを上回らない限り日銀はじっと我慢をして超緩和を続ける、という非常に強いコミットメントです。そのように将来の短期金利を低くすることを約束することによって中長期金利を引き下げていこうとするものであり、緩和効果をいわば「前借り」しようとする対応、といえます。

では、それはどの程度効果を挙げたのでしょうか。ごく最近の研究結果を示す図表14によれば、中長期金利をかなり引き下げる効果を持ったことが示唆されています。とくに2002-2003年には効果が顕著であり、3年もの金利の場合、時間軸政策がなかった場合に比べて0.2-0.5%引下げる効果を持っていたと試算されています²⁶⁾。ただ、そうした中長期金利の追加的な低下によって、設備投資ないし景気、あるいはデフレ解消にどの程度の効果を持ったのでしょうか。その面での定量的研究は現時点では全く存在せず、時間軸効果を総合的、最終的に評価することは現時点ではなお困難です。

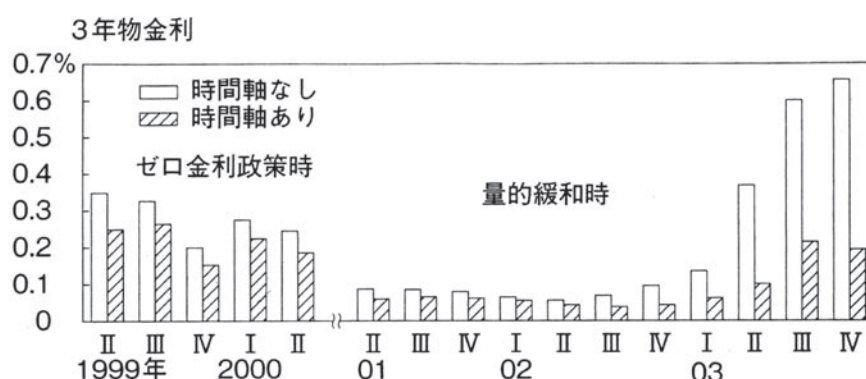
なお、この政策は、日銀が外部研究者あるいは日銀内部の誰のどういう意見を参考にして立案したというものではなく、自ら試行錯誤を重ねたうえで独自にそれを見いだしていったものです²⁷⁾。こ

24) こうした点については、例えば内閣府（2002）の第1章第2節を参照。

25) 時間軸効果についての理論的説明や評価は、福井（2003）、植田（2006）に詳しくそしてわかりやすく述べられており、以下の記述はこれらに依存するところが大きい。後者は、日銀が最近7-8年とってきた各種の非伝統的金融政策を明快かつ厳密に総括した優れた書物といえる。

26) こうした金利低下は、金利水準を構成するリスクプレミアムの縮小（金利変動の小幅化に伴う好影響など）によるものと理解できる。

図表 14 時間軸政策の長期金利への影響



(出典) 植田 (2006) 図 6-4。

の事実、金融市場に日々接している日銀であるからこそ可能となったことを意味しており、また金融政策立案においては日銀に関係する専門家による合議制（審議委員や理事など日銀幹部による内部での議論）が重要であることを示唆しています。いわば「三人寄らば文殊の知恵」というわけであり、また興味深いことと思います。時間軸政策は、世界的に見ても斬新な金融政策の運営方法ということができ、「日本銀行の経験はいずれ金融論の教科書に重要な何章かを加えることになる」と福井俊彦日銀総裁が述べている²⁸⁾のもうなずけるところです。

量的緩和政策の効果：波及経路全体の整理

以上述べたように、量的緩和政策は政策対応において二つの側面を持っています。その二つの面が経済全体にどのような経路で波及していくのかを改めて整理すると、図表 15 のようになります。

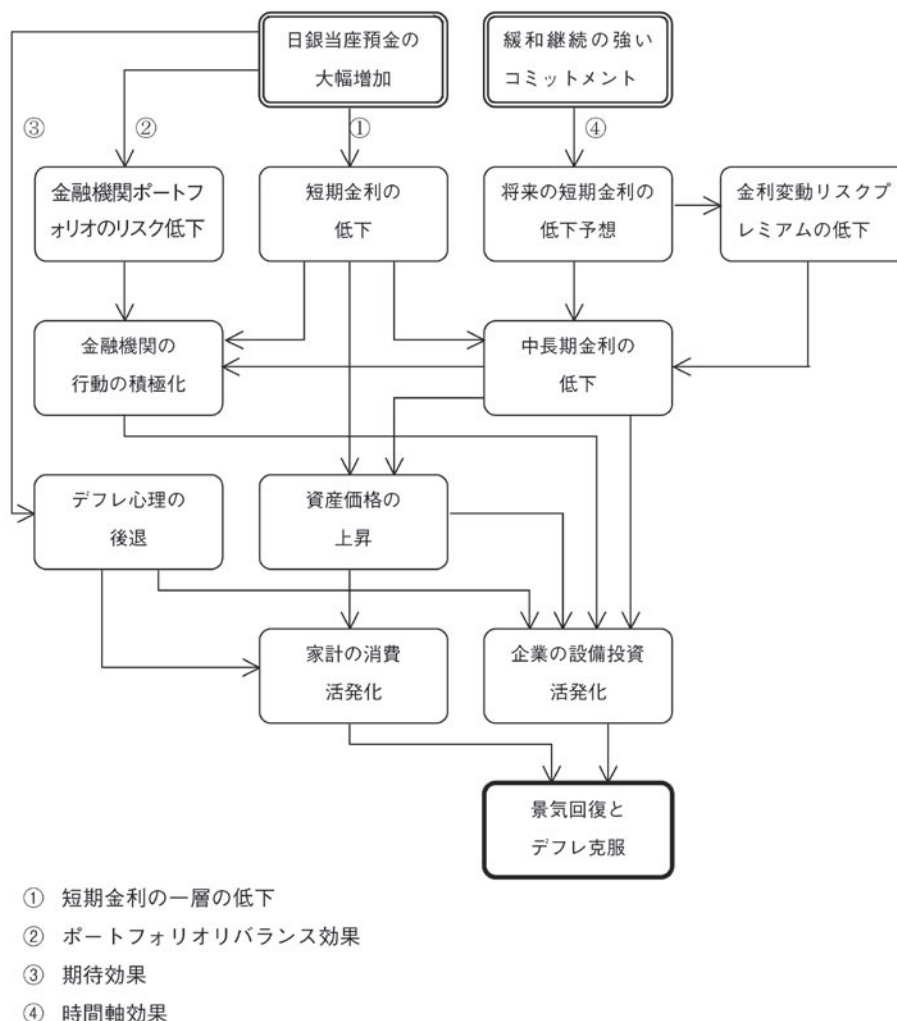
まず日銀当座預金の大幅増加（潤沢な資金供給。同図の左半分）は、短期金融市場の需給緩和を一層促進するので、短期金利（それがゼロでない場合には）を一層低下させます（同図の 1）。また、日銀当座預金が積み上がれば、それによって民間金融機関の行動が変わる可能性があります。なぜなら、日銀当座預金は安全ですが利子を生まない金融資産ですから、それが積み上がれば、金融機関はより有利な資産運用先を求めて貸出あるいは債券ないし株式投資へ資金を回すからです。つまり、潤沢な資金供給は、資産の組み替え効果（ポートフォリオ・リバランス効果。同図の 2）を持つと考えられます。さらに、日銀が資金供給を増加する場合、それはいずれ景気回復や物価上昇につながる、という予想が生じることから、現に企業投資や家計消費が増加する面もあります（期待効果。同図の 3）。これら 3 つの効果は、理論的には十分考えられるものですが、現時点までの各種研究によれば、いずれも定量的にはさほど大きいとはいえない、という結果が多いようです。

次に、緩和政策を継続するという強いコミットメント（同図の右半分）は、既に述べたように、中長期金利をある程度低下させる効果を持つことが明らかにされました。そして、それが景気刺激効果

27) 植田 (2006)、69-70 ページ。

28) 福井 (2003)、23 ページ。

図表 15 量的緩和政策の効果波及経路



（出典）加藤（2006）。

とデフレ脱却効果を持つと期待されているわけです。

以上のように、量的緩和政策における二つの対応は、本稿では便宜上、それぞれが独立したものであるとして考察してきたが、それらの効果は相互に関連するとともに、相互に補強するものと理解できましょう。

5. 量的緩和「解除」についての考え方

ところで、景気の回復傾向がこのところ次第に明確化するとともに、消費者物価の前年比上昇率は昨年11月、12月と2か月連続でプラスを示しています²⁹⁾。このため、日銀は量的緩和政策を解除

29) 消費者物価（除く生鮮食品）の前年比騰落率は、2005年9月-0.1%、10月0.0%、11月+0.1%、12月+0.1%であり、12月は7年8か月ぶりに2か月連続の上昇となっている。

すべきか、それともいましばらくは解除を見送るべきか、といった議論が新聞を賑わせています。ただ、時事問題に関する色々な人の意見を取り上げ、それにコメントをするのはあまり生産的とはいえません。ここでは、私が重要と考える二つの点を指摘しておくことにします。

金融政策の政府からの独立性

まず、量的緩和政策を解除するか否かの判断は、日本銀行に任せるのが日本全体にとって得策といえることです。量的緩和の解除は時期尚早である、という意見はもっぱら政府（および自民党）筋からでているようですが、金融政策の判断は元来、政府（政治判断）から独立させるのが妥当である、というのが国内外ですでに確立された大原則になっています。中央銀行の独立性を重視するには、幾つかの理由があるわけです。

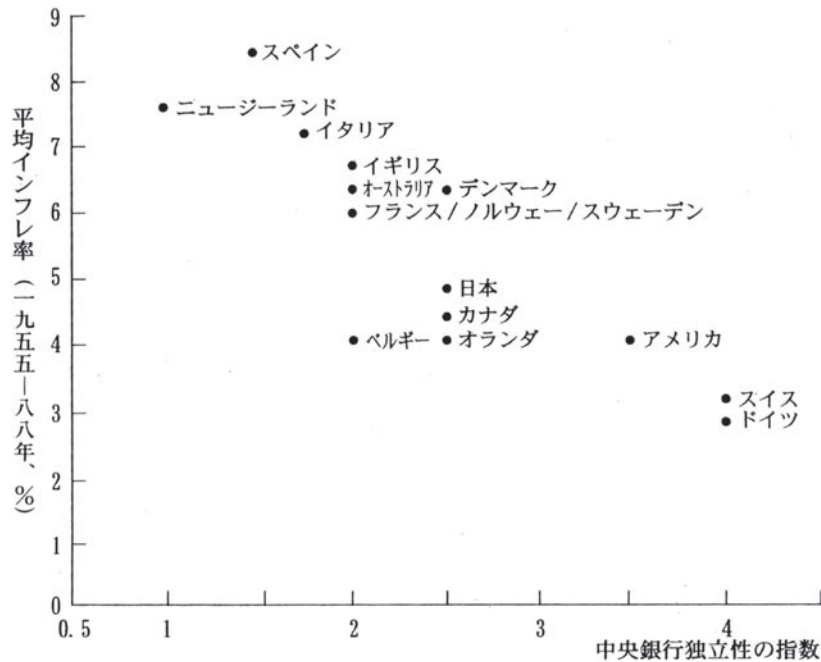
第一に、金融政策の運営は金融市場に関する高度の専門知識を要するので、その位置にある中央銀行に任せるのが望ましいからです。既に述べたように、時間軸政策は日銀の試行錯誤によって開発されたものであることを想起すれば、この点は納得がいくと思います。第二に、政治家の関心は、国会議員としての任期（次回の選挙で再選されることに大きな関心を寄せざるをえないこと）との関係でどうしても短期的になりがちであるのに対して、金融政策はその効果発現に長期間を要するため、長い時間的視野が不可欠だからです。世界各国の中央銀行が、政策運営に際して政府からの独立性を制度的に確立し、また慣行としても重視しているのは、こういう認識が基本になっています³⁰⁾。そして第三に、中央銀行の政府からの独立性は、日本および主要国の経験によって裏付けられた知恵でもあるからです。いま中央銀行の独立性の程度とインフレ率（33年間の平均値）の関係をみると（図表16）、独立性の高い中央銀行（スイス、ドイツ等）はインフレ率を低く押さえるのに成功しているのに対して、独立性が低い中央銀行（スペイン、ニュージーランド、イタリア等）の場合はそうではないからです。

以上、日銀の独立性を保証することの重要性を述べましたが、それには一つの重要な但し書きがあります。つまり、日銀の独立性は、アカウンタビリティ（説明責任および政策に対する最終責任）とセットになってはじめて成立することがらである、という点です³¹⁾。なぜなら、日銀総裁は国民が選挙によって直接選ぶ仕組みになっていないからです。国民は選挙によって自らの代理人としての国会議員を選出し、その国会議員が内閣総理大臣を選びます。そして総理大臣が日銀総裁を任命するわけです。日銀総裁は、国民からみればこのような長い連鎖の先に位置しているわけですから、独立性

30) ちなみに、1999年に設立された欧州中央銀行（ユーロ圏の超国家機関）の場合、その任務を遂行するにあたり、欧州共同体の他機関ないし加盟国政府などの指示を仰いだり、あるいは指示を受けたりしてはならないこと、また欧州共同体の他機関ないし加盟国政府はその原則を尊重しなければならないこと、が欧州共同体設立条約第108条によって規定されている（欧州中央銀行、2002）。

31) 欧州中央銀行の場合、上記のように政治的圧力からの独立が保証される一方、その使命の遂行に関してアカウンタビリティ（目的を達成することに責任を負うこと）が課されている（欧州中央銀行 2002: 70-71 ページ）。なお、アカウンタビリティは日本語で「説明責任」と訳される場合が多いが、英語ではむしろ「任務に関する最終責任」という意味で使われる場合が多く（欧州中央銀行 2002: 71 ページ；岡部 1999b: 525 ページ）、説明責任あるいは透明性（transparency）は最終責任を達成するための一面でしかない点に留意すべきである。

図表 16 中央銀行の独立性とインフレ率の関係



(資料) Alesina and Summers (1993)。

(出典) 岡部 (1999) 図 15-4。

が付与される場合には十分なアカウンタビリティを十分果たす義務があることになるからです。

量的緩和「解除」の諸条件

私が指摘したい二つ目の点は、日銀は約束してきた明示的な解除条件 (図表 7 の (2)) が整えば、量的緩和政策を転換することが必要かつ当然とすべき対応だということです。

その第一の理由は、金融政策への信頼 (整合性) を維持することが肝要だからです。政策は、言行一致によって信頼性が高まり、またその有効性が確保されるわけです。第二は、ゼロ金利 (低金利) を長期間継続してきた結果、既に述べたとおり、所得分配面 (とくに金利収支面) で大きな歪みをもたらしており、このため今後それを是正する必要性が大きくなっているからです。第三は、金融システム不安が遠のいた現在、量的緩和は市場の緊張感を失わせ金融機関の行動をゆがめるという弊害のほうが大きくなっているのです、市場システムを長期的に健全なものとするうえで超緩和状態を是正することが必要だからです³²⁾。金融機関が資金調達をしようとすれば、いつでも容易に、そして金利ゼロでそれが可能な状況となっている現在、金融機関の行動規律は弛緩しており、短期金融市場では本来の市場機能が働かなくなっています³³⁾。この状態を是正する必要があるわけです。そして第四は、これまで流動性を過剰供給するという政策スタンスを維持してきた結果、それが不動産投資を活発化させ、資産価格バブルを再発させるリスクが潜在的に大きくなっているからです。例えば、ストーブ

32) 例えば、鈴木 (2005) はこの問題をとくに強調している。

33) この現象は、短期金融市場の金利がもはや信用リスクを反映していないことから同市場の機能が喪失している、と理解できる。

に石炭をくべる場合、始めのうちはなかなか暖くなりませんが、ひとたび温度が上がり始めれば、石炭の追加を止めても温度はその後にも上昇を続け熱すぎる状況になってしまう可能性があります。最近の金融状況はこれと類似しています。

現在世間で行われている議論は、あくまで量的緩和を解除するかどうかに関してであり、利上げをすべきという議論ではありません。確かに、利上げ是非論はその次の段階でなされるべきものですが、量的緩和の解除が適切なタイミングで行われなければ、その次に来るべき対応（おそらくは利上げ）もタイミングを失する可能性が大きくなります。日銀は、以上述べた諸条件を考慮に入れて自ら約束した対応策を採ることが期待されている、と私は思います。

なお、これまでの量的緩和政策から金利を政策運営目標とする政策へ復帰する移行期には、従来にない注意深い対応が求められます。なぜなら、日本経済は過剰な流動性を抱えるに至っており、それがインフレ心理、あるいは金利水準に攪乱的な影響を与える可能性があるからです。つまり日銀は、政策のギアチェンジを円滑にする工夫を凝らすことが期待されているといえます³⁴⁾。

6. 地方自治体（藤沢市）にとっての含意

最後に、以上の議論が地方自治体（藤沢市）にとって何を意味するかを多少指摘しておきたいと思います。

まず、量的緩和政策が解除されても、あるいは解除されなくても、藤沢市にとって直接的な影響があるとは思われません。しかし、量的緩和政策が解除され、さらにその次の段階であるゼロ金利政策の解除（ゼロ金利からプラス金利への転換）に至る状況になれば、影響がでてくることは避けられないと思います。なぜなら、藤沢市は地方債（市債）の発行主体であるので、利上げ後は、借換え債あるいは新規債の発行に伴う直接的な利払い増大という負担の増加が発生するからです。藤沢市の財政は比較的健全といえるようですが、地方債の残高は1,772億円存在する³⁵⁾わけですから、利上げ政策が採られれば、利払い負担の増大は避けることができません。

その一方、より長期的にみれば、金利水準が経済動向に見合った適切なレベルへ調整されることは、地方公共団体にとっても望ましい面があると思います。なぜなら、それによって日本経済全体の持続的成長が可能になり、このため藤沢市にとっては、景気動向にかなり連動すると思われる市税（市民税・固定資産税等）の安定的増大が期待できるからです。市税は一般会計の歳入において57%³⁶⁾のシェアを占めており、そのフレが大きければ、各種事業を行なおうとしても円滑にゆかないので、歳

34) 例えば、急激なインフレ心理台頭やそれに呼応した金利急騰リスクを軽減するうえでの工夫（インフレ率ターゲティングないし物価水準ターゲティング等）が考えられる（Eggartsson and Ostry 2005）。[校正後追記] 日本銀行は3月9日（1）量的緩和政策を終了する、（2）今後は短期金利をゼロ％で推移させることを運営目標とする、（3）中長期的な物価安定（消費者物価指数の前年比上昇率）は0～2％程度と考える、とする政策変更を発表した。

35) 藤沢市の連結バランスシート（一般会計と特別会計の合計）における2005年3月末の地方債残高の計数（藤沢市「平成16年度決算のあらまし」）。なお、その他に債務負担行為があるかもしれない。

36) 藤沢市「平成16年度決算のあらまし（一般会計等）」による。

入の安定化は大きなメリットがあるはずです。

今後利上げの局面になれば、市政ご担当の皆様にとって業務上ご苦勞が増える可能性があります。しかし、市民からみれば、そうした事情は市政に対して適切な規律が働くことを意味するものであり、そうした状況の下で藤沢市の行政効率化を進めることが市民の期待でもある、といえるのではないのでしょうか。

ご静聴ありがとうございました。

引用文献

- 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。
- 欧州中央銀行（2002）『欧州中央銀行の金融政策』（小谷野俊夫・立脇和夫訳）、東洋経済新報社。（原書 The Monetary Policy of the ECB, by the European Central Bank, 2001）
- 大江守之・平高史也（2006）「問題解決実践と総合政策学」、大江守之・岡部光明・梅垣理郎（編）『総合政策学：問題発見・解決の手法と実践』慶應義塾大学出版会、第5章。
- 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。
- 岡部光明（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。
- 岡部光明（2003）『経済予測：新しいパースペクティブ』日本評論社。
- 加藤祐子（2006）「デフレ対策としての金融の量的緩和政策とその評価」、慶應義塾大学 総合政策学部 岡部研究会 2005 年度秋学期研究論文、2006 年 1 月。
- 鈴木淑夫（2005）「日本銀行の次なる課題：量的緩和を解除し自縄自縛状態を解け」『週刊東洋経済』2005 年 7 月 30 日号。
- 内閣府（2002）『2002 年（平成 14 年）度 年次経済財政報告：改革なくして成長なし II』。
- 日本銀行金融研究所（編）（2004）『増補版 新しい日本銀行―その機能と業務―』有斐閣。
- 福井俊彦（2003）「金融政策運営の課題（特別講演）」、日本金融学会『金融経済研究』20 号、14-23 ページ。
- Eggertsson, Gauti, and Jonathan D. Ostry (2005), “Does excess liquidity pose a threat in Japan?” International Monetary Fund, Policy Discussion Paper, PDP/05/5. (Forthcoming in Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York, 2006.)

既刊「総合政策学ワーキングペーパー」一覧*

番号	著者	論文タイトル	刊行年月
1	小島朋之 岡部光明	総合政策学とは何か	2003年11月
2	Michio Umegaki	Human Security: Some Conceptual Issues for Policy Research	November 2003
3	藤井多希子 大江守之	東京圏郊外における高齢化と世代交代——高齢者の安定居住に関する基礎的研究	2003年11月
4	森平爽一郎	イベントリスクに対するデリバティブズ契約	2003年11月
5	香川敏幸 市川 顕	自然災害と地方政府のガバナンス～1997年オーデル川大洪水の事例～	2003年12月
6	巖 網林 松崎 彩 嶋原美可子	地域エコシステムのマッピングとエコシステムサービスの評価——地域環境ガバナンスのためのGISツールの適用——	2003年12月
7	早見 均 和気洋子 吉岡完治 小島朋之	瀋陽市康平県におけるCDM（クリーン・デベロプメント・メカニズム）の可能性と実践：ヒューマンセキュリティに向けた日中政策協調の試み	2003年12月
8	白井早由里	欧州の通貨統合と金融・財政政策の収斂——ヒューマンセキュリティと政策対応	2003年12月
9	岡部光明	金融市場の世界的統合と政策運営——総合政策学の視点から——	2003年12月
10	駒井正品	PFI事業の事業者選定における価格と質の評価方法への総合政策学的接近	2003年12月
11	小暮厚之	生命表とノンパラメトリック回帰分析——我が国生保標準生命表における補整の考察	2004年1月
12	Lynn Thiesmeyer	Human Insecurity and Development Policy in Asia: Land, Food, Work and HIV in Rural Communities in Thailand	January 2004
13	中野 諭 鄭 雨宗 王 雪萍	北東アジアにおけるヒューマンセキュリティをめぐる多国間政策協調の試み：日中韓三国間のCDMプロジェクトの可能性	2004年1月

* 各ワーキングペーパーは、当 COE プログラムのウェブサイトに掲載されており、そこから PDF 形式で全文ダウンロード可能である。ワーキングペーパー冊子版の入手を希望される場合は、電子メールで当プログラムに連絡されたい (coe2-sec@sfc.keio.ac.jp)。また当プログラムに様々なかたちで関係する研究者は、その研究成果を積極的に投稿されんことを期待する（原稿ファイルの送信先：coe2-wp@sfc.keio.ac.jp）。なお、論文の執筆ならびに投稿の要領は、当プログラムのウェブサイトに掲載されている。

当プログラムのウェブサイト <<http://coe21-policy.sfc.keio.ac.jp/>>

14	吉岡完治 小島朋之 中野 諭 早見 均 桜本 光 和気洋子	瀋陽市康平県における植林活動の実践：ヒューマンセキュリティの日中政策協調	2004年2月
15	Yoshika Sekine, Zhi-Ming YANG, and Xue-Ping WANG	Air Quality Watch in Inland China for Human Security	February 2004
16	Patcharawalai Wongboonsin	Human Security and Transnational Migration: The Case in Thailand	February 2004
17	Mitsuaki Okabe	The Financial System and Corporate Governance in Japan	February 2004
18	Isao Yanagimachi	Chaebol Reform and Corporate Governance in Korea	February 2004
19	小川美香子 梅嶋真樹 國領二郎	コンシューマー・エンパワーメント技術としてのRFID——日本におけるその展開——	2004年2月
20	林 幹人 國領二郎	オープンソース・ソフトウェアの開発メカニズム——基幹技術開示によるヒューマンセキュリティ——	2004年2月
21	杉原 亨 國領二郎	学生能力を可視化させる新しい指標開発——経過報告——	2004年2月
22	秋山美紀	診療情報の電子化、情報共有と個人情報保護についての考察——ヒューマンセキュリティを実現する制度設計に向けて——	2004年3月
23	飯盛義徳	地域活性化におけるエージェントの役割——B2Bシステムによる関係仲介とヒューマンセキュリティ——	2004年3月
24	山本悠介 中野 諭 小島朋之 吉岡完治	太陽光発電のユーザーコストとCO ₂ 削減効果：大学におけるヒューマンセキュリティへの具体的取組みに向けて	2004年3月
25	Jae Edmonds	Implications of a Technology Strategy to Address Climate Change for the Evolution of Global Trade and Investment	March 2004
26	Bernd Meyer Christian Lutz Marc Ingo Wolter	Economic Growth of the EU and Asia: A First Forecast with the Global Econometric Model GINFORS	March 2004
27	Wei Zhihong	Economic Development and Energy Issues in China	March 2004
28	Yoginder K. Alagh	Common Futures and Politics	March 2004

29	Guifen Pei Sayuri Shirai	China's Financial Industry and Asset Management Companies——Problems and Challenges——	April 2004
30	Kinnosuke Yagi	Decentralization in Japan	April 2004
31	Sayuri Shirai	An Overview of the Growing Local Government Fiscal Problems in Japan	April 2004
32	Sayuri Shirai	The Role of the Local Allocation Tax and Rerorm Agenda in Japan——Implication to Developing Countries——	April 2004
33	山本 聡 白井早由里	経済安定の基盤としての地方自治体の財源問題——地方交付税のフライペーパー効果とその実証分析——	2004年4月
34	岡部光明 藤井 恵	日本企業のガバナンス構造と経営効率性——実証研究——	2004年4月
35	須子善彦 國領二郎 村井 純	知人関係を用いたプライバシー保護型マッチングシステムの研究	2004年4月
36	渡部厚志	「移動の村」での生活史：「人間の安全」としての移動研究試論	2004年4月
37	巖 網林	自然資本の運用による環境保全と社会発展のためのフレームワークの構築——チンハイ・チベット高原を事例として——	2004年4月
38	榊原清則	知的メンテナンス・システムの構築をめざすアメリカの産学官連携プロジェクト	2004年5月
39	白井早由里 唐 成	中国の人民元の切り上げについて——切り上げ効果の検証と政策提言——	2004年5月
40	草野 厚 岡本岳大	対中国ODAに関するメディア報道の分析——新聞報道の比較を中心に——	2004年5月
41	草野 厚 近藤 匡	政策決定過程におけるマスメディアの機能——イージス艦派遣をめぐる議論における新聞報道の影響——	2004年5月
42	草野 厚 古川園智樹 水谷玲子	視聴率の代替可能性——メディア検証機構に焦点を当てて——	2004年5月
43	中川祥子	「信頼の提供」に基づいたNPOと行政のパートナーシップ・モデルの提示	2004年5月
44	安西祐一郎	ヒューマンセキュリティへの総合政策学アプローチ	2004年5月
45	小倉 都	日本における再生医療ビジネスの課題とベンチャー企業の取り組み——ジャパン・ティッシュ・エンジニアリングの事例分析について——	2004年7月

46	伴 英美子	高齢者介護施設における従業員のバーンアウトに 関わる組織システムの調査——総合政策学的視 座——	2004年7月
47	伊藤裕一	「開かれた政策協調手法」の発展とその評価—— EU雇用政策分野における取組みを中心に——	2004年7月
48	Hideki Kaji Kenichi Ishibashi Yumiko Usui	Human Security of the Mega-cities in East and South-East Asia	July 2004
49	Takashi Terada	Thorny Progress in the Institutionalization of ASEAN+3: Deficient China-Japan Leadership and the ASEAN Divide for Regional Governance	July 2004
50	Sayuri Shirai	Recent Trends in External Debt Management Practices, Global Governance, and the Nature of Economic Crises——In Search of Sustainable Economic Development Policies	September 2004
51	Sayuri Shirai	Japan, the IMF and Global Governance——Inter- Disciplinary Approach to Human Security and Development——	September 2004
52	Sarunya Benjakul	Equity of Health Care Utilization by the Elderly Population in Thailand during the Periods of the Economic Bubble and after the Economic Crisis: Human Security and Health Policy Options	September 2004
53	中林啓修	先進国の治安政策と「人間の安全保障」——EU 司法・内務政策を巡る考察——	2004年9月
54	Yuichi Ito	Globalisation, Regional Transformation and Governance——The Case of East Asian Countries ——	January 2005
55	孫 前進 陳 宏 香川敏幸	东北亚经济空间形成中の流通環境分析 [中国語論文]	2005年1月
56	巖 網林 小島朋之 早見 均	運用京都协议书清潔開発機制（CDM）構築可持 続的植樹造林機制——日本庆应义塾大学与中国沈 阳市林业局合作造林的实践经验 [中国語論文]	2005年1月
57	白井早由里	開発援助（ODA）のもたらすマクロ経済問題—— 総合政策学アプローチに向けて——	2005年1月
58	白井早由里	援助配分・供与についての新しいアプローチ—— ヒューマン・セキュリティとミレニアム開発目標 の達成に向けて——	2005年1月
59	小暮厚之	多変量保険リスク管理への共単調性アプローチ ——ヒューマンセキュリティへの基盤研究——	2005年4月

60	枇々木規雄	動的投資決定のための多期間ポートフォリオ最適化モデル——ヒューマンセキュリティへの基盤研究——	2005年4月
61	松山直樹	変額年金保険のリスク管理（現状と課題）——ヒューマンセキュリティへの基盤研究	2005年4月
62	工藤康祐 小守林克哉	EIA（株価指数連動型年金）に含まれるオプション性について——ヒューマンセキュリティへの基盤研究——	2005年4月
63	田中周二	第三分野保険（医療、就業不能、介護）の経験表の作成について——ヒューマンセキュリティへの基盤研究——	2005年4月
64	田中周二	大論争「現行アクチュアリー実務は間違っているのか」——ヒューマンセキュリティへの基盤研究——	2005年4月
65	巖 網林 宮坂隆文	衛星データによる砂漠化進行の時系列分析と農業政策による影響の考察——中国内蒙古自治区ホルチン砂地を事例として——	2005年4月
66	中林啓修	司法・内務分野におけるEUの対中東欧支援政策——「人間の安全保障」実現にむけた国際協力構築の一形式——	2005年4月
67	青木節子	宇宙の軍事利用を規律する国際法の現状と課題	2005年4月
68	青木節子	適法な宇宙の軍事利用決定基準としての国会決議の有用性	2005年4月
69	岡部光明 光安孝将	金融部門の深化と経済発展——多国データを用いた実証分析——	2005年4月
70	森平爽一郎 神谷信一	日本の家計はバブル崩壊以降危険回避的であったのか？	2005年4月
71	小暮厚之 長谷川知弘	将来生命表の統計モデリング：Lee-Carter 法とその拡張——ヒューマンセキュリティへの基盤研究——	2005年4月
72	山田 悠 小暮厚之	取引システムが価格形成に与える影響の分析——総合政策学の視点による研究——	2005年7月
73	駒井正品	住宅バウチャー：アメリカの経験に学ぶ	2005年7月
74	安井 綾 平高史也	「ヒューマンセキュリティの基盤」としての言語政策	2005年7月
75	野中 葉 奥田 敦	インドネシアにおけるジルバップの現代的展開における総合政策学的研究——イスラームと向き合う世俗高学歴層の女性たち	2005年7月
76	岡部光明	総合政策学の確立に向けて（1）：伝統的「政策」から社会プログラムへ	2005年8月

77	岡部光明	総合政策学の確立に向けて (2) : 理論的基礎・研究手法・今後の課題	2005年8月
78	國領二郎	ネットワークと総合政策学	2005年8月
79	小島朋之 敵 網林	総合政策学による環境ガバナンスの実践——東アジアにおける環境問題と国際政策協調スキームの構築——	2005年8月
80	白井早由里	開発援助政策のマクロ経済学と制度アプローチの融合——総合政策学によるメソッドの提案——	2005年8月
81	梅垣理郎	ヒューマンセキュリティと総合政策学	2005年11月
82	大江守之 平高史也	問題解決実践と総合政策学——中間支援組織という場の重要性——	2005年11月
83	平高史也	総合政策学としての言語政策	2005年11月
84	岡部光明	日本企業：進化する行動と構造——総合政策学の視点から——	2005年11月
85	白井早由里	中国の人民元改革と変動相場制への転換——経済政策と為替制度の総合政策学アプローチ——	2006年2月
86	椎名佳代 平高史也	異文化間ビジネスコミュニケーションにおける通訳者の役割——日本語・英語の場合——	2006年2月
87	Setsuko Aoki	Nonproliferation, Arms Control and Disarmament: Asian Perspective	February 2006
88	Setsuko Aoki	International Legal Cooperation to Combat Communicable Diseases: Hope for Global Governance?	February 2006
89	Moriyuki Oe	Problems and Implications of Japan's Aging Society for Future Urban Developments	March 2006
90	石井大一郎 澤岡詩野 舟谷文男 大江守之	北九州市若松大庭方式にみる本人本意に基づくサービス提供——包括地域ケアシステムの実現に向けた総合政策学アプローチ——	2006年3月
91	岡部光明	金利と日本経済——金融の量的緩和政策の評価と展望——	2006年3月
92	鄭 雨宗	EU 諸国のエネルギー地域特性に基づく京都目標へのコミットメント——ヒューマンセキュリティに向けた EU 諸国の取組み——	2006年3月
93	青木節子	第一期ブッシュ政権の大量破壊兵器管理政策にみる「多国間主義」	2006年3月

1. (シリーズの目的) 当ワーキングペーパーシリーズは、文部科学省 21 世紀 COE プログラム「日本・アジアにおける総合政策学先導拠点 --- ヒューマンセキュリティの基盤的研究を通して」の趣旨に沿って行われた研究成果をタイミングよく一般に公開するとともに、それに対して幅広くコメントを求め、議論を深めていくことにあります。このため編集委員会は、同プログラム事業推進担当者 30 名（以下 COE 推進メンバーという。当 COE ウェブページに氏名を掲載）またはその共同研究者等（下記の 4 を参照）による積極的な投稿を期待しています。なお、主として研究論文を集録する当シリーズとは別に、専ら研究資料を集録するために「総合政策学研究資料シリーズ (Policy and Governance Research Data and Document Series)」を 2004 年 6 月に新たに創設しました。当 COE の研究領域や研究内容等はウェブページ（本稿末尾）をご参照ください。

2. (集録論文の性格) シリーズに集録する論文は、原則として日本語、英語、または中国語で書かれた論文とします。集録対象は、未発表論文だけでなく、学会報告済み論文、投稿予定論文、研究の中間報告的な論文、当 COE 主催ワークショップ等における報告論文、シリーズの趣旨に合致する既発表論文（リプリント）など、様々な段階のものを想定していますが、性格的には原則として研究論文といえるものとします。集録論文のテーマは比較的広く設定しますが、上記趣旨に鑑み、原則として総合政策学ないしその方法論、あるいはヒューマンセキュリティに関連するものとします。このため、論文主題、論文副題、あるいは論文概要のいずれかににおいて原則として「総合政策学」または「ヒューマンセキュリティ」という用語のいずれか（または両方）が入っていることを当シリーズ採録の条件とします。

3. (投稿の方法) 投稿は、論文の文書ファイル（図表等が含まれる場合はそれらも含めて一つのファイルにしたもの）を電子メールによって下記にあてて送信してください。文書ファイルは、原則として MS-Word または LaTeX で書かれたものとします。後者による場合には、既刊ワーキングペーパーの様式に準じて作成していただき、そのまま印刷できる様式のもの（camera-ready manuscript）をご提出ください。なお、投稿の締切り期限は特に設けず、随時受け付けます。

4. (投稿資格) 当 COE 推進メンバーおよび慶應義塾大学湘南藤沢キャンパスの専任教員は直接投稿できるものとしますが、それ以外の研究協力者（共同研究者あるいは当 COE リサーチアシスタント等）は必ず当 COE 推進メンバーを経由して投稿してください。この場合、経由者となる COE 推進メンバーは、論文の内容や形式等を十分に点検するとともに必要な修正を行い、責任が持てる論文にしたうえで提出してください。投稿論文は、その著者として SFC 修士課程学生や SFC 学部学生を含む共著論文であってもかまいません（ただし学部学生は第一著者にはなれません）。著者として SFC 大学院以外の大学院生を含む場合には、修士課程学生は第一著者になれず、また博士課程学生も原則として第一著者になれません。研究協力者が SFC の内部者、外部者のいずれの場合でも、投稿論文の著者（複数著者の場合はそのうち少なくとも 1 名）は博士課程在籍中の学生またはそれ以上の研究歴を持つ研究者（当 COE 推進メンバーおよび慶應義塾大学湘南藤沢キャンパスの専任教員はこれに含まれる）であることを条件とします。

5. (論文査読の有無) シリーズの趣旨に鑑み、一般の学術専門誌のような論文査読は行わず、できるだけ幅広く集録してゆく方針です。ただし、シリーズの趣旨に合致する論文とはいいがたいと編集委員会が判断する場合には、編集委員会は、1) 当該論文の採録を見送る、2) 掲載するうえで必要な改訂（体裁その他の点）を著者をお願いする、3) 当シリーズではなく「総合政策学研究資料シリーズ」への採録に回す、などの対応をとることがあります。編集委員会が投稿原稿を受理した場合、通常 10 日以内に必要な改訂の有無を執筆者に電子メールで直接ご連絡します。なお、集録が決定した場合、鮮明な印刷原紙作成のために図表等の原データ（例えば Photoshop EPS など）の提出をお願いする場合があります。

6. (投稿料・原稿執筆料) 投稿料は不要です。一方、原稿執筆料は支払われません。集録論文の著者には当該ワーキングペーパーを原則として40部進呈いたします(それ以上の場合も十分対応できますので申し出て下さい)。

7. (著作権) ワーキングペーパーの著作権は、当該論文の執筆者に帰属します。

8. (公開方法) 本シリーズに含まれる論文は、編集委員会が統一的な様式に変換したうえで冊子体に印刷して公開します(既刊論文をご参照。なお提出原稿にカラー図表等が含まれていても構いませんが、それらは冊子印刷に際しては全てモノクロとなります)。またウェブ上においても、原則としてすべての論文をPDFファイル形式でダウンロード可能な状態で掲載し、公開します。

9. (原稿執筆要領) 提出原稿の作成にあたっては、次の点に留意してください。

1) A4版、横書き、各ページ1列組み(2列組みは不可)。

2) 活字サイズは、日本語または中国語の場合10.5~11ポイント、英語の場合11~12ポイントとする。1ページあたりの分量は、日本語または中国語の場合1ページ40字30行、英語の場合1ページ30行をそれぞれ目安とする。(これら3つの言語以外の言語による場合は適宜読み替える。以下同様。)

3) タイトルページ(1枚目)には、論題、著者名、著者の所属と肩書き(大学院生には修士課程在学中か博士課程在学中かを明記のこと)、著者の電子メールアドレスのほか、必要に応じて論文の性格(学会発表の経緯など)や謝辞を記載。「COEの研究成果である」といえる場合には必ずその旨を記載する。なお、日本語論文の場合は、論題(メインタイトルおよびサブタイトル)ならびに著者名の英語表示もページ下方に適宜記載する(当該論文には印刷しないが、英文ワーキングペーパー末尾に付ける既刊一覧表で必要となるため)。

4) その次のページ(2枚目)には、論題、著者名、概要、キーワード(4-6つ程度)を記載。概要は必須とし、一つのパラグラフで記載する。その長さは7-12行(日本語論文または中国語論文の場合は250字-400字程度、英文論文の場合は150語程度)を目安とし、単に論文の構成を記述するのではなく分析手法や主な結論など内容面での要約も必ず記述する。なお、中国語論文の場合の概要は、中国語に加え、英語または日本語でも付けること。

5) 本文は、その次のページ(3枚目)から始める。

6) タイトルページを第1ページとし、論文全体に通しページ(下方中央)を付ける。

7) 注は、論文全体として通し番号をつけ、該当ページの下方に記載する(論文の最後にまとめて記載するのではなく)。

8) 図と表は区別し、それぞれ必ずタイトルをつける。またそれぞれ通し番号をつける。それぞれの挿入箇所を明示する(図表自体は論文末尾に一括添付する)か、あるいは本文中に直接はめ込むか、いずれでもよい。

9) 引用文献は、本文の最後にまとめて記載する。その場合、日本語文献、外国語文献の順。日本語文献は「あいうえお」順、外国語文献は「アルファベット」順。

10) 文献リストには、引用した文献のみを記載し、引用しなかった文献は記載しない。

11) 論文の長さは、特に制約を設けないが、研究論文として最も一般的な長さと考えられるもの(本文が15-30ページ程度)を目安とする。

10. (投稿要領の改訂) 投稿要領の最新時点のものは、随時、当COEのウェブページに掲載します。

論文の投稿先: coe2-wp@sfc.keio.ac.jp

論文冊子の入手その他: coe2-sec@sfc.keio.ac.jp

論文のPDF版(COEウェブページ): <http://coe21-policy.sfc.keio.ac.jp/>

ワーキングペーパーシリーズ編集委員: 岡部光明(編集幹事)、梅垣理郎、駒井正晶