

Title	日銀の独立性と金融政策の運営
Sub Title	Central Bank independency and the monetary policy
Author	吉野, 直行
Publisher	慶應義塾経済学会
Publication year	1997
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.90, No.3 (1997. 10) ,p.532(64)- 535(67)
JaLC DOI	10.14991/001.19971001-0064
Abstract	
Notes	小特集：貨幣の機能とその役割
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19971001-0064

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

日銀の独立性と金融政策の運営*

吉野 直行

1 わが国の金融政策の歴史（数量調節から市場調節へ）

我が国の金融政策は、量的な調節から、市場金利を通じた調節へと移っている。1960年代の高度成長期には、各産業の設備投資は旺盛で、資金不足の状態であった。企業は成長する日本経済に合わせて設備投資を増やそうとするが、資金は銀行からの借入に依っていた。

日本銀行は、都市銀行などに対して公定歩合で日銀貸出を行い、銀行は預金で集められた資金と日銀からの借入資金を、企業に貸出していた。こうした経済では、金融を引き締めたい場合には、日銀貸出を抑制し、銀行から企業に貸出される資金量を調節（窓口指導）することによって金融の引き締めがなされていた。しかし、1980年の外為法の改正によって、海外からの資金流入が原則自由となり、インパクトローンなどを利用して企業は海外から資金調達が可能となり、また、大企業では1980年代半ばから株式・社債による資金調達が増大し、銀行借入の依存度が低下した。

以上のように我が国の金融調節は、海外からの資金流入が遮断され、銀行借入が主流であった時代から、企業の資金調達の多様化（海外からの借入・株式発行・社債発行・銀行借入など）に伴い、コールレートなどの短期金融市場金利を調節する政策へと変わってきた。

2 困難な金融政策運営の時期（オイルショックとバブル期）

日本の主要経済指標を卸売物価上昇率、消費者物価上昇率を見ながら追ってみる。第一次石油危機の1973年と74年に物価は15.8%から21.6%の高い伸びを示している。1980年の第2次石油危機の卸売物価は12.5%の上昇率を示しているが、同じ時期の消費者物価は7.5%の伸びに止まっている。また、1985年以降のバブル期から平成不況までの時期は、卸売物価上昇率はマイナスと下落してい

* かんば資金、1993年3月号（No. 226）に掲載されたものの要約である

る時期が多く、消費者物価も安定している。次に、地価の上昇率を見ると、1972年73年に上昇率が24-26%を示し、1985年から90年まで高い上昇となっている。

金融政策の第一目標は、(消費者物価などの)物価の安定である。物価の動きから判断すると、第一次石油危機の73・74年は、金融政策の運営が必ずしも上手く行っていなかった時期である。しかし、最近10年間は物価は安定しているにも関わらず、資産価格である地価と株価の高騰とその後の下落を経験し、バブル景気・平成不況という大きな景気の乱高下となっている。

物価安定という金融政策の第一目標だけを見ると、85年以降の我が国の金融政策は世界各国との比較でも非常によい成果を示しているが、最近10年間の景気の変動は、金融政策の運営にその責任の一旦があると言える。

3 金融政策の運営

このように物価や資産価格の大幅な上昇とそれに伴う景気変動を引き起こしてしまった金融政策は、誰がどのようにして決定しているのであろうか。日本銀行の中で毎週2回開催される政策委員会において重要な金融政策の方針は決定されている。その構成メンバーは7名であるが、どのような議論がその中でなされ、誰の判断によって上記2つの困難な時期の金融政策が決められたのかは明らかとなっていない。また、政策委員の構成メンバーには現在は政府の代表委員が2名(大蔵省と経済企画庁をそれぞれ代表する者)が含まれているが、1985年以降の金融政策が、政府の意見に押されてしまい、中央銀行の独立性が保たれなかったために、資産価格の乱高下を導いてしまったのかどうかも分からない。それは、議事録が公表されていないため、金融政策の決定に際して、どのような議論がなされているのかははっきりしていないからである。

今後、金融政策の方針は、政策委員会で決定し、その議事要旨をある一定期間後速やかに公表することによって、国民の前に金融政策決定のプロセスを明らかにし、それを説明する責任を負うこととされている。

4 金融政策の手段とその波及経路

わが国の主な金融政策手段は、①公定歩合の変更、②公開市場操作による金利調節(コールレートなどの短期金融市場金利調節)、③預金準備率の変更である。

短期金融市場金利の調節が、実態経済に影響を与える波及経路は、大きく分けて4つに分類される。①金利効果、②資金のアベイラビリティ効果(資金量の変化の効果)、③資産効果、④為替相場効果。

まず第1に、短期金利の変更は、将来の予想短期金利の動きに変化をもたらし、長期金利に影響

する。このような金利変動は、住宅投資・耐久消費財購入・貯蓄・設備投資などに影響を与える。

第2に、金融市場にはさまざまな（異質の）借手と貸手がいる。同質の物を売買する市場とは異なり、需要と供給が交わる場所で、価格（金利）が必ずしも決まるわけではない。企業にとっては、いくら資金が調達できるかが、投資行動に大きく影響する。これが、資金のアベイラビリティ効果である。

第3は、金利の変化が、実物資産（土地・建物など）と金融資産（現金・預金・債券・株式など）の資産額とその構成を変化させるため、資産効果（富効果）を通じて消費および投資活動に影響を及ぼす経路である。

第4は、金利の変化が為替相場に影響を与える経路である。たとえば、国内金利が低めに誘導され、将来の為替相場に関する予想が不変であれば、海外の高い金利を求めて資金が日本から国外に流出する。すなわち、円建て資産を売ってドル建て資産を購入することになり、為替相場は円安に向かう。為替相場の変動は、輸出入に影響を及ぼす。

5 行政からの独立と政治からの独立

経済政策には、金融政策と財政政策の二つがあり、互いに整合的な政策がなされなければならない。しかし、金融政策の決定は、ある程度長期の経済情勢も見据えて、行政からは独立してなされなければならない。すなわち、金融政策の行政府からの独立が不可欠である。

また、金融政策は政治からも独立でなければならない。アメリカのように、2大政党が政権を争っている国では、ポリティカルビジネスサイクルが観察される。なぜなら、総選挙に向けて政治家は、物価を安定させ、景気を引き上げるような政策運営を好むからである。また、金融政策の方針が特定政党と異なるために、総裁を議会が承認しないということも起こっている。政治的理由によって、日本銀行総裁や政策委員の国会承認がなされなかったり、承認の引き伸ばしが行われないように、国民の前にその理由を明らかにする必要がある。

6 為替の動きと金融政策

金融政策の二つの困難な時期には、為替レートが大幅な円高に見舞われた時期でもある。すなわち、1972年の1ドル297円から73年には1ドル273円へ、1985年から86年にかけては221円から159円へと円高が進んでいる。資源に乏しい我が国経済は、輸出産業によって成長が支えられていたため、円高によって輸出産業が打撃を受けることに対する抵抗がつよく、国内金利を低めに誘導し、内需拡大をすることによって円高を防ごうとする政策が取られていた。二つの困難な時代は、どちらも円高対策として金利を低め誘導する政策が取られた時期であった。1974年には、石油価格高騰とあ

いまって物価の高騰をもたらし、1985年から1989年には、株価と地価の資産価格高騰を導いた。

これらの経験から得られる教訓として、為替レートはマーケットから決められるものであって、為替の動きにさからった介入や金融政策をとっても、その効果は上がらないということではあるまいか。金融政策の運営は、為替の極端な変動を避けるような（スミージングオペレーション）対策としてのみ用いられるに止めることが望まれる。

7 守秘義務の重要性

金融政策がさまざまな市場を通じて実態経済に影響を及ぼすようになってきているため、金融政策が引き締め気味に推移するのか、現状のままであるのか、それとも緩和気味に動くのかによって、金融市場は大きな影響を受ける。近年のように、資金が世界を駆け巡る時代には、他人よりも金融政策の変化をいち早く察知することによって、儲けることができる。

これまでにも、公定歩合の変更が発表される前日に、新聞やテレビで「公定歩合が引き下げられる予定」と大きく報道されていた。本来、政策委員会で決定される金融政策の変更が、前日に漏れてしまうというのは、どこかから情報が発せられている可能性もある。

今後は、政策委員会のメンバーと、その決定内容を知りうるすべての関係者は、情報の秘密を守ることがいっそう要求されることになる。さもなければ、金融政策の変更を他人よりもいち早く知ることによって、儲ける者が出てくるからである。政策委員会の議事要旨が公表されるまでは、その内容は秘密にされなければならない。

8 責任体制の明確化

戦後の日本経済は、いくつかの大きな景気の波を経験はしたが、成長を伴っている時代には、多少の失敗も経済成長という大きなパイの中で、解消されてきた。しかし、製造業の海外移転、資産価格の乱高下によって、日本の金融システムも再構築の時期に来ている。多くの場合、責任体制が明らかとならない仕組みでわが国の政策や組織が運営されてきた。しかし、高齢化・低成長時代には、大きな失敗を解消する経済成長は望めない。新たな日本銀行法によって、金融政策の運営、その決定プロセスを国民の前に明らかにし、独立組織として、運営を行ってほしい。

(経済学部教授)

参考文献 「Japan's Independence Day」 *The International Economy*, Sept/Oct. 1997 (N. Yoshino)
吉野直行・義村政治「金融政策の変化とマネーサプライ」現代マクロ経済分析（東京大学出版会、1998）