

# 日本銀行の非伝統的金融政策と金融制度（信用制度）

## ーゼロ金利政策および量的緩和政策ー

佐藤 俊幸（岐阜協立大学経済学部）

キーワード：金融政策、金融制度、中央銀行、市中銀行、株式市場

### 目次

#### はじめに

1. 非伝統的金融政策の基本的性格
2. 非伝統的金融政策登場の背景と条件
  - (1) 登場の背景
  - (2) 登場の条件
3. ゼロ金利政策、量的緩和政策の基本的性格
  - (1) ゼロ金利政策の基本的性格
  - (2) 量的緩和政策の基本的性格
4. ゼロ金利政策、量的緩和政策の効果と限界
  - (1) 実体経済の面
    - ①不良債権問題
    - ②実体経済と金融制度（信用制度）の理論
    - ③1990年代のわが国の実体経済の状況
    - ④日本銀行が供給した資金の行き先
  - (2) 資産価格（株）の面

#### おわりにかえて

#### はじめに

本稿は、日本銀行の非伝統的金融政策について、その初期にあたるゼロ金利政策、量的緩和政策を中心に論じることを課題とする。ゼロ金利政策、量的緩和政策、包括的緩和政策、量的・質的緩和政策などを総称して「非伝統的金融政策」とされるが、日本銀行の一連の非伝統的金融政策が提起している問題は、単にそれらの有効性に関する問題だけではなく、そもそも中央銀行を頂点とする金融制度（信用制度）がどの程度実体経済（景気）をコントロール（制御）できるのかという理論的な問題を含んでいる。

周知のように、これまで多くの研究者によって様々な立場から非伝統的金融政策の研究が行われてきたところではある。そうした非伝統的な金融政策の研究の方法としては、ゼロ金利政策、量的緩和政策、包括的緩和政策、量的・質的緩和政策、マイナス金利政策などの個別具体的なものを取り上げて行われることが多く、非伝統的金融政策と言われる一連の政策の基本的性格は一体何か、またどのような背景や条件の下でそれが登場してきたのかについて言及されることは少ないように思われる。

だが、日本銀行の非伝統的金融政策について論じるためには、そもそも日本銀行の従来の伝統的な金融政策（金融政策一般）の基本的性格を踏まえなければならない。というのも、伝統的金融政策の研究を踏まえてこそ、非伝統的金融政策の基本的性格が明らかにされるのであり、同時に非伝統的金融政策に分類される各政策の位置づけも明瞭となる。また非伝統的金融政策の効果についてもどこまでが金融政策一般に由来するもので、どこまでが非伝統的金融政策に由来するものであるのかが明らかになる。1990年代以降の不況の長期化が日本銀行の金融政策の不十分性にあるとする説の妥当性を検証するうえでも、こうした作業は必要なことであると考えられる。

このように日本銀行の伝統的金融政策の基本的性格との関連の中で非伝統的金融政策を分析することが重要であるが、ところが実は日本銀行自体にそもそも「非伝統的金融政策」という言葉の概念規定が存在していない<sup>1)</sup>。それだけではない。「伝統的金融政策」の概念規定も存在していない<sup>2)</sup>。確かに日本銀行はゼロ金利政策、量的緩和政策、包括的緩和政策、量的・質的金融政策などの個別の金融政策の内容についてはその都度公表しているし、また日本銀行総裁御自身も「非伝統的金融政策」という用語自体を公式に使用しておられる。しかし、それにも関わらず、現時点において日本銀行の公式見解として「非伝統的金融政策」という言葉を明確に定義して示したものは存在していない。『『伝統的』か『非伝統的』かは、相対的なもの』<sup>3)</sup>という認識に留まっているのが実情である。しかし、これでは上述したように「非伝統的金融政策」に関する研究が不明確なものに留まってしまう。

そこで、筆者は拙稿「日本銀行の伝統的金融政策の基本的性格と限界～1970年までを中心に～」において日本銀行の伝統的金融政策の基本的性格について論じたことを踏まえ、本稿では非伝統的金融政策について、その初期にあたるゼロ金利政策および量的緩和政策を中心に論じるものである。

本稿の課題、問題意識、分析視角は以上の通りであるが、本稿の構成は以下の通りである。まず非伝統的金融政策の基本的性格、登場の背景および条件を伝統的金融政策との比較の中で明らかにする。そのうえで、ゼロ金利政策および量的緩和政策の位置づけや限界について伝統的金融政策や金融制度（信用制度）の理論との関連の中で論じたいと思う。

## 1. 非伝統的金融政策の基本的性格

一般に、辞書などではわが国の「非伝統的金融政策」は、「中央銀行が金融調節を行うために市中から買入れる資産の範囲や規模をかつてないほどに拡充させる政策」などとして定義されている。しかし、この「かつて」の中身、すなわち従来の伝統的金融政策の基本的性格が明らかにされておらず、この定義は明確ではない。「非伝統的金融政策」の定義は「それまでにはなかった新しい政策」というような曖昧なイメージの世界の域を出ないというのが現状である。

非伝統的金融政策の基本的性格は次の2つから構成されるとみるべきだと私は思う。一つは実体経済の需要を超える資金供給を日本銀行が行うということである。この点が従来の日本銀行の伝統的金融政策と大きく異なる点である。日本銀行の従来の伝統的金融政策は実体経済の需要に基づいて資金供給を行うということを基本的性格としていた<sup>4)</sup>。戦後の日本銀行サイドの基本的スタンスは、戦前（ただし、第二次大戦時を除く）と同様に実体経済の需要に基づいて銀行券を発行しようとする点にある。その根底にある金融理論は、おおよそ銀行貸出は実体経済の動向によって規定されるという考え方であったといつてよい。それに対して非伝統的金融政策がベースとしている金融理論は異なる。銀行貸出は銀行の持っている資金量によって規定されるのだとみる。この理論に立脚すると、市中銀行の保有資金量を日銀からの資金供給によって増やしてやれば、市中銀行の貸出が増加し、景気が回復するというシナリオになる。非伝統的金融

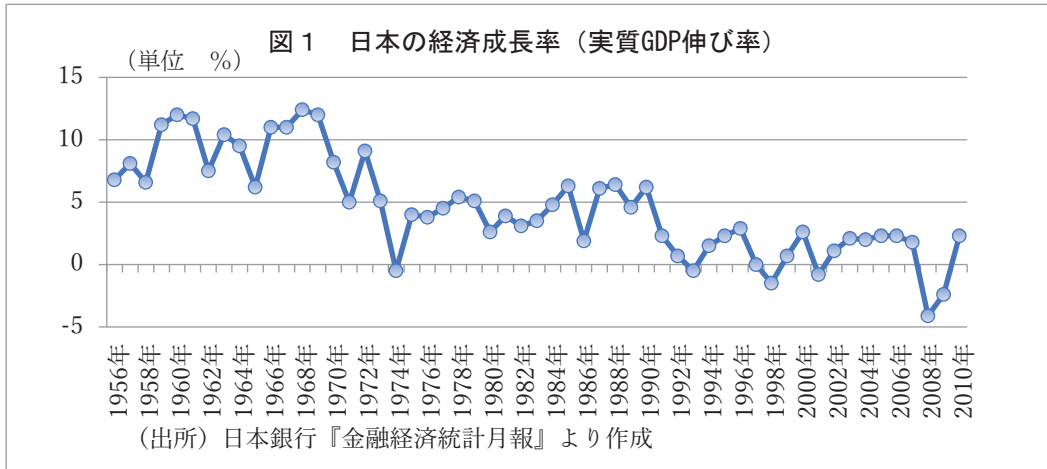
融政策が実体経済の需要を超えて資金供給しようとする意図は、この点にある。こうした考え方に則れば、日銀が市中銀行に供給する通貨量を巨額なものにすればする程、その分、市中銀行の保有通貨量が増え、貸出量が増えるのだから、金融政策としてはより強力になり、長引く深刻な不況から日本経済を力強く回復させる効果が期待できるという理屈になる。

さて、もう一つの非伝統的金融政策の基本的性格は、資産価格（株式、土地の流通価格など）を買い支えるということである。日本銀行の従来の伝統的金融政策はこうした点も想定していなかった。もちろん、株式などに関わる日本銀行からの資金供給が従来全く存在しなかったというわけではない。例えば、戦前で言えば「見返品付手形割引制度」などがあげられる。日本銀行条例では「株券を抵当として貸金を為すこと」は禁じられてはいたが、先進資本主義国に追いつくために、貨幣資本の著しい不足の中で現実資本の急激な蓄積、すなわち経済発展を強行するために日本銀行が長期資金を供給する必要があった。そこで何とか日本銀行条例に抵触しないで、株式による資金調達の手を開こうとして考案されたのが、「見返品付手形割引制度」であった。日本銀行は市中銀行が約束手形を振り出し、その手形の担保として株券を提供するならば、表面上は手形の割引であって、日本銀行条例に法的に抵触するものではないと称した。実質は、市中銀行が企業の株式発行による資金調達を賄い切れないので、それを日本銀行が資金的に支えていたのである。その後、手形割引の担保たる見返品の範囲が拡大され、土地建物まで含まれるまでに至った。すなわち、株式や土地に関連しての日本銀行からの資金供給が従来も行われていたのである。また戦後で言えば「日本共同証券」などへの株式の買い上げ資金のための資金供給などがあげられる。1960年代半ばの証券不況において「成長株ブーム」という増資による資金調達の破綻の中で株式を「凍結株」として買上げるために「日本共同証券」などへ株式の買い上げ資金が日本銀行から供給された。しかし、非伝統的金融政策における資産市場対策は、これらとは性格が異なる。従来行われていたものは主に現実資本の蓄積（経済成長の拡大）に伴って生じた株の過剰対策が主であった。ところが、非伝統的金融政策における資産価格への対策は現実資本の蓄積ではなく、全く逆に現実資本の停滞の下での過剰な貨幣資本の運動（投機）の大規模破綻の結果としての資産市場対策（株、土地など）が主となっている。この点が従来の伝統的金融政策と異なっている点である。

## 2. 非伝統的金融政策登場の背景と条件

### (1) 登場の背景

非伝統的金融政策は、現実資本の停滞の下での過剰な貨幣資本の独自の運動（投機）ということその登場背景としている。まず、現実資本（実体経済）の状況について言えば、直接の契機として1997年からの不況の底割れ（2年連続の実質マイナス成長）が挙げられる。この点については1980年代の後半のバブルの時代に遡って少し説き起こしていく必要がある。1985年のプラザ合意は一方ではバブルによって国内の過剰生産を醸成するとともに、他方においては国内工場の閉鎖・海外生産を促した。1990年代に入ってバブルが崩壊すると、国内的な過剰設備、過剰雇用が表面化するとともに、海外の安い労働力によってつくられた低価格商品が国内に流入するようになった。過剰設備や過剰雇用の整理を進めるだけでは不十分であり、雇用の在り方（非正規雇用の拡大）を大きく変化させる「構造改革」が橋本首相の下で行われた。1990年代に入ってから経済成長は1980年代後半の過剰生産設備の形成によって極めて低位ではあったが、1997年から雇用の在り方の変容によって不況の底割れ（2年連続の実質マイナス成長）まで起こすにいたった（図1参照）。こうした状況の下で日本銀行は金利の引き下げ余地の乏しい中で金融政策に何か新しい工夫として非伝統的金融政策を施す必要に迫られたのである。



だが、非伝統的金融政策の登場背景はこうした実体経済面だけにあるのではない。1980年代後半のバブル、すなわち投機を契機に株式市場などの資産対策が日本経済にビルトインされてしまっていたということがもう一つの登場背景をなす。株式を例にとろう。1970年代以降、現実資本の停滞を背景に過剰な貨幣資本が株式市場に投機の間を見出し、わが国の金融機関や事業会社は株の持ち合いという名の株価操作によって人為的に需給関係の逼迫を演出し、株価を吊り上げ、時価発行増資によって投機的収入を得てきたが、プラザ合意を契機にこうした株価の吊り上げを基盤として過剰な貨幣資本が株式市場に大量に流れ込んだ。だが、この流入は「株価は右肩上がりです」 という現象の基盤となる株価操作を崩壊させた。株価操作は市場に出回る株の量をコントロールすることによって可能になるにも関わらず、過大な時価発行増資によってその基盤を自ら掘り崩した結果、1990年代以降株価の大暴落を引き起こした。このことは次の3つの問題をもたらした。一つは、株は支配証券としての側面をもっているので、浮動株の増加は日本企業の支配権（経営権）を危うくするという問題である。二つめは、BIS規制（自己資本比率規制）の問題を通して市中銀行の貸出や経営に影響を与えるという問題である。戦後、わが国経済は自己資本の不足（自己資本の毀損）の下で急速な実体経済の発展（現実資本の蓄積）を強行してきたという歴史をもつ。それゆえ、企業は銀行からの低利借入に大きく依存してきたので、わが国の市中銀行の自己資本比率は元々低い。BIS規制をクリアするために株式の含み益が果たす役割が大きいので、株価下落は銀行の経営や貸出に大きな影響を与える。3つめは財政出動に与える影響である。1970年代以降の現実資本（実体経済）の停滞を反映して公共投資などのための国債の増発が構造化されるようになったが、国債の債務償還の財政資金が枯渇すると、新しい財源が必要になる。経済活動が停滞し、新たな富を生み出すことが難しくなると、新たに生み出された富を主要な源泉とする税収ではなく、既に存在している富を再配分するだけで容易に入手可能な株式売却益が新しい財源として注目されるようになったのである。例えば、1999年に橋本首相はNTTの政府保有株の売却益などを財源として10兆円の国債を発行し、金融対策や経済対策に充てるとした。このように資産価格（株式、土地の流通価格など）対策は重要な意味をもつようになった。こうして資産価格を支えるということが金融政策に持ち込まれるようになった。

## (2) 登場の条件

金融政策というと、公開市場操作などの手段が注目されがちであり、実際、非伝統的金融政策の研究においても公開市場操作のあり方が大きく注目されている。だが、そもそも中央銀行の金融政策は特定の銀行券発券制度の下で発行される中央銀行券を基礎として行われるのだという点に注意が向けられるべきで

ある。従来の非伝統的金融政策の研究においてはこの点に関する分析が少し欠けているように思われる。金融政策の前提となる日本銀行券の発行制度は、従来、最高発行限度屈伸制限制度と発行保証制度から構成されていた。前者の日本銀行券の最高発行限度は実体経済の拡大、すなわちそれまでの日本銀行券の発行需要の実勢に基づいた将来の増加予測によって設定されるものであった。後者の発行保証制度は日本銀行が銀行券を発行するにあたり、同額の優良確実な保証物件を保有することを義務付けるものであった。

ところが、非伝統的金融政策の内容は、一つは実体経済の需要を超える資金供給を日本銀行が行うということであり、もう一つは、投機の大規模破綻後の資産価格（株式、土地の流通価格など）を買い支えるということであるので、こうした従来の日本銀行券の発行制度、すなわちそれまでの実勢に基づく増加予測に基づいて設定される最高発行限度屈伸制限制度と、優良確実な保証物件を保有することを義務付ける発行保証制度は、非伝統的金融政策導入の障害となる。ところが、これらの制度は非伝統的金融政策導入直前の1997年に行われた改正日本銀行法によって廃止された。改正日本銀行法は、橋本首相の私的研究会「中央銀行研究会」の報告書（1996年11月提出）を基に、金融制度調査会の答申（1997年2月）を踏まえて法案が作成され、1997年6月に公布、1998年4月に施行されている。この日本銀行法の見直しはバブルの発生と崩壊の経験を踏まえてのことであり、これによって非伝統的金融政策、すなわち実体経済の需要を超えて日本銀行が資金供給を行うことや今まで行われたことのない資産の買い入れることへの条件整備が行われた。

### 3. ゼロ金利政策、量的緩和政策の基本的性格

わが国の一連の非伝統的金融政策は徐々にその「非伝統的」性格を強めていくが、その初期にあたるゼロ金利政策および量的緩和政策の基本的性格は以下のとおりである。

#### (1) ゼロ金利政策の基本的性格

ゼロ金利政策は橋本首相の政権下において速水日銀総裁の下1999年2月に導入が決定された。ゼロ金利政策の導入理由について日本銀行は、実体経済と資産価格の2つを理由として挙げている。すなわち、①民間経済活動が停滞を続けていること、②株価も総じて軟調に推移していること、である。こうした市場の動きはわが国経済の先行きに対してマイナスの影響をもたらす怖れがあるので、この際、金融政策面から最大限サポートしていくことが適切と判断した、としている<sup>5)</sup>。

この政策の中核は、金融機関の間での短期資金の貸借の場であるコール市場の金利（無担保コールレート、オーバーナイト物）がゼロ近傍（当初0.15%前後）になるまで日本銀行が資金供給を行うというものである<sup>6)</sup>。分かりやすく言えば、日本銀行がほぼゼロの金利で資金を大量に市中銀行に供給するというものである。

その際、次の2つの事柄が伴う。一つは、資金を供給する際の手段としては短期の調節手段を用いているということである。長期国債の買い切りオペは従来通りに銀行券の増加額に見合うものとして、すなわち「成長通貨」を供給するものにとどめる。もう一つは、デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまでゼロ金利政策を維持するという「フォーワードガイダンス」（当時は「時間軸効果」と呼んでいた）を導入したことである<sup>7)</sup>。中央銀行が政策変更の条件などを明言し、市場関係者の予想や期待に働きかけることで金融政策の効果を浸透させることを狙いとしている。

以上が日本銀行によって公表されたゼロ金利政策の内容であるが、ここから日本銀行の従来の伝統的な金融政策との対比のなかでゼロ金利政策の基本的性格を析出してみよう。非伝統的金融政策の走りである

ことから、ゼロ金利政策には、従来の伝統的な金融政策との違いと同一性が含まれている。

従来の日本銀行の基本的金融政策観は市場メカニズムを利用して日本銀行信用を適切にコントロールするというところにあった。経済は市場の力によって調整されるものなので、金融政策で無理に制御しようとすると歪が出る怖れがあるという考え方に起因するものであるが、金利は実体経済の状況、金融の繁緩を窺い知る目安ともなる。それゆえ、日本銀行が市場の金利をゼロに誘導するということはかつてなかった。分かりやすく言えば、「ちょうど風邪で熱が出ているのにそれがわからないのと同様に、資金の実情がかくされて」<sup>8)</sup> しまうからである。この点に、ゼロ金利政策の伝統的な金融政策との違いがある。当時の速水日銀総裁も「古今東西、これだけの低金利というのは他になかったと思うし、私どもとしても経験したことのない低い金利水準で市場を形成していく」<sup>9)</sup> と述べておられる。

とはいえ、ゼロ金利政策は従来の日本銀行の伝統的な金融政策の精神をまだ一部残している、という同一性も併せ持っている。コーレレートがほぼゼロであるということは、どの市中銀行も十分な資金を持っているということを意味するので、そういう状況になるまで日本銀行が資金供給を行うというのがゼロ金利政策であるが、逆に言えば、そういう段階になったらそれ以上の資金供給は控えるということである。すなわち、ゼロ金利政策は日本銀行からの資金供給を増やすといっても、実体経済での資金需要を全く無視するのではなく、日本銀行の資金供給に制約を加えている。それゆえ、当時の市中銀行等の所要準備約4兆円を約1兆円上回るような資金供給を行ってはいるが、その乖離は後の非伝統的な金融政策に比べればはるかに小さいものであった。

このようにゼロ金利政策は日本銀行の伝統的な金融政策の基本精神をまだ一部残しているが、このことは長期国債の買い切りオペに対する姿勢にも現れている。速水日銀総裁は長期国債の買い切りオペの増額を否定する立場から、記者会見において以下のように述べておられる。

「中央銀行の立場で国債を引き受けるとか、長期国債をどんどん買うというようなことは、常識を逸したご意見ではないかというのは間違いのないところである。昭和7年に高橋是清蔵相が満州事変の時に長期国債を引き受けると決めて、(中略・佐藤) その都度日本銀行がお札を刷って、(中略・佐藤) そうということが戦後のハイパーインフレとなった。私は昭和22年入行したから、あの時の辛さを十分知っている。こういうことをしてはいけないということもこの頃痛いほど分かった」<sup>10)</sup>

ゼロ金利政策とはいっても、実体経済の需要を全く無視して日本銀行信用の供与を行うべきではないという姿勢が垣間見られる。このようにゼロ金利政策は非伝統的な金融政策に分類されるものの、日本銀行の伝統的な金融政策と量的緩和政策以降の非伝統的な金融政策との中間的な位置づけにある政策といえる。

## (2) 量的緩和政策の基本的性格

ゼロ金利政策によって内外の中央銀行に例のない低金利政策を継続し、潤沢な資金供給を行ってきたにもかかわらず、日本経済は持続的な成長軌道に復するに至らなかった。非伝統的な金融政策のベースとなっている金融理論の立場からすると、景気が持続的な成長軌道に乗らなかったのは日本銀行からの資金供給が不十分であったことが原因だという理屈になる。実際、「日本銀行は『金利』に注目して政策運営をしているが、なぜ『量』を増やすという形で金融を緩和しないのか、そうすれば、まだまだ政策発動の余地があるのではないか」という意見<sup>11)</sup>、あるいは「日銀はまだできることがあるのにこれを出し惜しみし、それが不必要に景気停滞を長引かせているのではないか」という批判<sup>12)</sup>を受けていた。そこで、日本銀行は、2001年3月に量的緩和政策の導入を決定した。日本銀行は、量的緩和政策の導入理由を以下のように述べている。

「わが国では、過去10年間にわたり、金融・財政の両面から大規模な政策対応が採られてきた。財政面

では、度重なる景気支援策が講じられた一方、日本銀行は内外の中央銀行の歴史に例のない低金利政策を継続し、潤沢な資金供給を行ってきた。それにもかかわらず、日本経済は持続的な成長軌道に復するに至らず、ここに至り、再び経済情勢の悪化に見舞われるという困難な局面に立ち至った。こうした状況に鑑み、日本銀行は、通常では行われぬような、思い切った金融緩和に踏み切ることが必要と判断し、本日、以下の措置（量的緩和政策…佐藤）を講ずることを決定した<sup>13)</sup>

量的緩和政策の内容は、操作目標を金利から日銀当座預金残高に変更して、日本銀行からの資金供給をさらに増やすということの中核とする。その目標値は当初 5 兆円程度とされたが、もっともこの目標値はその後、増額されていく。金融緩和が景気浮揚に結びつかなかったことや株式市場で株価が不安定な動きを示しており、金融市場や実体経済活動に悪影響をもたらす懸念があることから<sup>14)</sup>、より強い効果を期待して 10～15 兆円、15～20 兆円、30～35 兆円というふうに次第に増額されていくことになる。その際、資金供給は主として短期オペの拡充によって行う。長期国債の買入れの増額を行うが、それは大規模に行うのではない。長期国債の買入れの増額は短期国債の買入れ等の「札割れ」<sup>15)</sup>を補うものとされた。すなわち、所要の資金供給を円滑に実施するうえで必要と判断された場合に行うものであり、日本銀行が保有する長期国債の残高は銀行券発行残高を上限とする（「銀行券ルール」）。また、量的緩和政策は消費者物価指数の上昇率が安定的にゼロ以上になるまで継続することとする。

以上が日本銀行によって公表された量的緩和政策の内容であるが、ここから日本銀行の従来の伝統的な金融政策やゼロ金利政策との対比のなかで量的緩和政策の基本的性格を析出しよう。

日本銀行からの資金供給を増やしていくという点ではゼロ金利政策と同じである。「ゼロ金利政策というのは、金利がゼロに低下してしまうほど、資金を豊富に供給しようとする政策」であり、「すでに大幅な『量的緩和』が行われている」ということであるが<sup>16)</sup>、どの程度増やしていくのかという点において両者は異なる。ゼロ金利政策は通貨の供給量を増やすといっても、実体経済での資金需要をある程度意識して、その増加に制約を加えていた。ゼロ金利政策は市場金利を意識する以上、実体経済の需要をある程度加味するものになるが、量的緩和政策はそうではない。量的緩和政策は、一定の制約付きとはいえ（銀行券ルールのこと）、実体経済の需要という枠からはみ出して、日本銀行の任意によって通貨の供給を増やそうとする方向にさらにシフトさせた政策である。

実体経済の需要に応じて日本銀行信用の供与を行ってきたという日本の伝統的な金融政策の基本的性格から考えると、量的緩和政策はゼロ金利政策よりも非伝統的的性格が強い。

#### 4. ゼロ金利政策、量的緩和政策の効果と限界

では、ゼロ金利政策と量的緩和政策の効果は実際どうだったのであろうか。実体経済の面と資産市場の面に分けてみてみよう。

##### (1) 実体経済の面

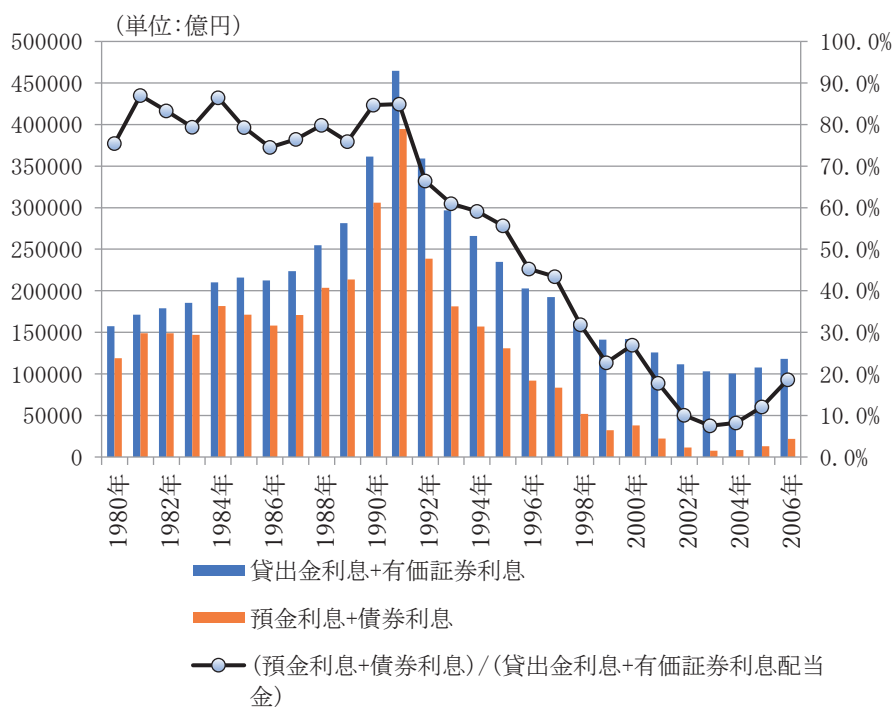
###### ①不良債権問題

ゼロ金利政策や量的緩和政策によって内外の中央銀行に例のない低金利政策を継続し、潤沢な資金供給を日本銀行が行ってきたにもかかわらず、日本経済は持続的な成長軌道に復するに至らなかった。一体なぜか。この点については不良債権の問題が要因として挙げられることが多い。そこでまずこの点について検証を加えることから始めよう。自己資本比率規制は銀行の自己資本に応じて銀行の貸出量に制約を加えようとする規制なので、日本銀行から市中銀行への資金供給それ自体は市中銀行の自己資本（資本金や利

益の積立金)を増加させることはないため、中央銀行の市中銀行へいくら資金供給しても、市中銀行の貸出は増えない。非伝統的金融政策によって中央銀行から市中銀行へうまく資金が流れても、市中銀行から企業などへ資金が流れない(貸出が増えない)のは、この不良債権という名の「目詰まり」ためである、という。しかし、本当にそうなのであろうか。

確かに、この時期に市中銀行の「貸し渋り・貸し剥し」問題が実際に社会問題化したので、そうした一局面だけを切り取ると、この説には説得力がある。だが、こうした一局面ではなく全体を通してみた場合、不良債権問題が市中銀行の貸出が増加しない障害になっているという説には疑問が残る。というのも、以下に述べるように、バブル崩壊以降の日本銀行の伝統的な金融緩和政策および非伝統的金融政策を利用して、市中銀行は資金運用収益の分配関係を大きく変化させ、不良債権処理に必要な資金を捻出し、不良債権という障害の解決を進めていたからである。

図2 全国銀行の資金運用収益の分配関係の推移



(注) (預金利息+債券利息)/(貸出金利息+有価証券利息配当金)は、右の目盛

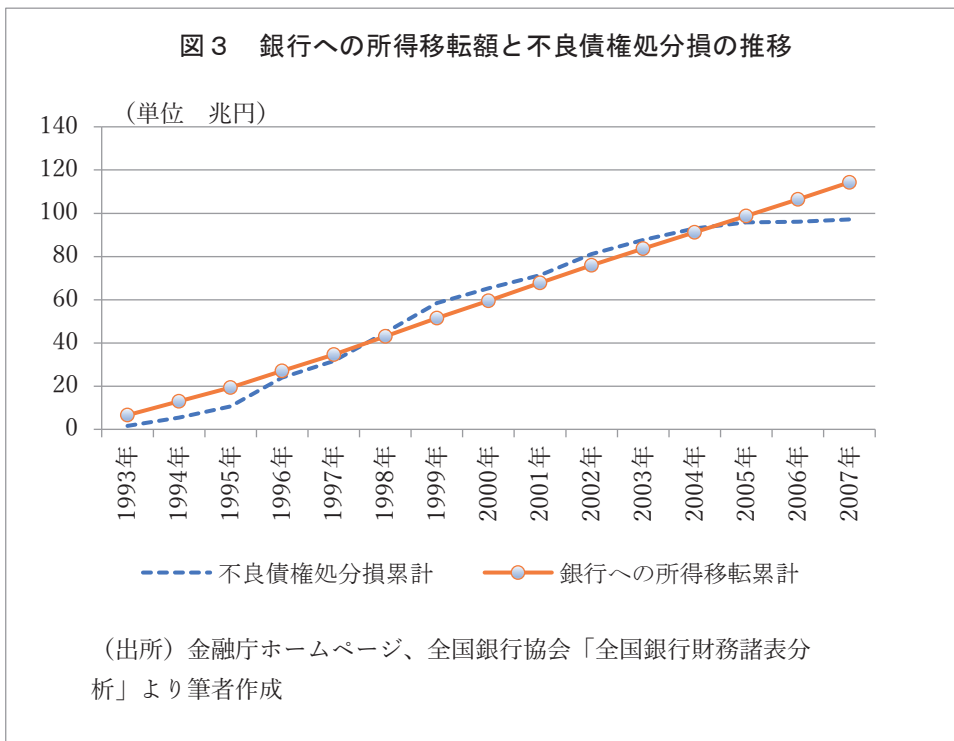
(出所) 全国銀行協会『全国銀行財務諸表分析』より作成

周知のように、市中銀行は貸出と有価証券投資によって貸出利息や有価証券利息配当金を手にするが、これら二つを合わせたものを「資金運用収益」という。この資金運用収益は、資金を預金として銀行に提供した預金者とそれを実際に運用した銀行との間で分割・分配されることになるが、このうち、預金者の懐に入る部分を預金利息といい、他方、銀行の懐に入る部分を利鞘という。図2はこの資金運用収益をめぐる分配関係をグラフにしたものである。バブル経済以前の1980年代前半でみると預金者と銀行との間で



の資金運用収益をめぐる分配比率はほぼ一定であり、預金者が預金利息として資金運用収益のうちの83.1%すなわち約8割を懐に入れ、他方、銀行は利鞘として残りの16.9%を懐に入れていた。ところがバブルが崩壊した1992年以降は預金者への分配比率が急低下し、83.1%あった比率が2003年には僅か7.5%という極めて低い水準になっている。それにかわって銀行が今や資金運用収益のうちの約9割を利鞘として懐に入れているのであって、バブル崩壊以降、預金者と銀行との間での資金運用収益をめぐる分配比率が全く逆転させられているのである。

貸出残高の減少や貸出金利の低下によって資金運用収益は減少しても、しかしそれ以上に、資金運用収益に関する分配比率を逆転させるならば、すなわち預金者の取り分を引き下げて銀行の取り分を引き上げるならば、銀行の利益は増大する。こうした仕組みの確立こそが、貸出残高減少の長期化にもかかわらず、史上例を見ないほど全国銀行部門が高い利益を達成できた秘密に他ならないが、ではこうした預金者から市中銀行へ移しかえられた部分（市中銀行への所得移転額）が一体どれだけの金額に上るのかを試算してみよう。仮にバブル経済以前の1980年代前半の預金者への分配比率の平均である83.1%が1993年以降も低下せずに維持され続けたとして計算すると、その金額は1993年から2005年までの累計で約99兆円にも達する。この金額は、歴史的な高水準を記録した2007年の全国銀行の当期利益2兆円の実に約50年分に相当し、全国銀行部門が1993年から2005年まで処理してきた不良債権の処分損総額96兆円を超えるものになっている（図3参照）。



1999年に不良債権の解決に向けて公的資金の投入がなされてはいるが、しかしこれは根本的解決にならない。なぜなら、市中銀行が貸出を増加させると、その分自己資本比率が低下するからである。そもそも、公的資金の投入を受けた市中銀行が国家管理状態から解放されるためには、優先株や劣後債は早期償還・返済するしかない<sup>17)</sup>。したがって、結局は市中銀行が貸出を増加させる余地をつくったり、優先株や劣後債は早期償還・返済したりするためには、市中銀行の利益の増加を図らなければならない。この利益の増加

をもたらしたもののここの資金運用収益の分配関係の逆転なのである。実際、「金融機関の貸出態度に関する企業経営者の判断 D. I.」はかなり緩和に向かっており、量的緩和政策の時期において不良債権問題は市中銀行の貸出の大きな阻害要因とはほぼなっていないように思われる。不良債権処分が落ち着き始める 2003 年以降においても市中銀行の貸出は増加しなかった。中央銀行から市中銀行へ資金供給しても、その市中銀行から企業等の実体経済に資金が流れることがなかったのは、市中銀行から実体経済への資金流入のパイプが市中銀行の不良債権の存在によって「目詰まり」を起こしたことが主因ではないと思われる。不良債権問題が原因でないとするれば、ではゼロ金利政策や量的緩和政策という思い切った金融緩和を続けているにも関わらず、日本経済が持続的な回復軌道に乗らない本当の理由は何なのか。「まだまだ金融緩和が足りないから」なのであろうか。日本銀行が大量の資金供給をしてきたという事実を踏まえると、日本銀行からの資金供給量が足りないという理由で片づけられる単純な問題ではないように思われる。

この点に関わって速水日銀総裁は 2001 年 3 月 7 日の「最近の金融経済情勢と金融政策」と題した内外情勢調査会の講演において以下のような注目すべき発言をしている。

「改めて強調したいことは、この 10 年間、金融政策や財政政策をフルに投入しても、なお経済の回復が確実なものとならない理由を同時に直視すべきである、ということです。(中略・佐藤) この 5 年間の平均で、マネタリーベースの伸びは 7.3%、マネーサプライの伸びは 3.3%、名目 GDP の成長率は 0.4% でした。(中略・佐藤) 金融論の教科書ではマネタリーベースを供給すると、それをもとに金融機関が信用創造を行い、マネタリーベースの数倍のマネーサプライが産み出されるとされています。しかし(中略・佐藤) 実は、日本のマネタリーベースは、かなり高い伸びを続けています。それにもかかわらず、マネーサプライの伸びが一向に高まらない状況が続いているわけです。実際、経済にマネーサプライを供給する主なルートは民間金融機関の信用創造機能ですが、その中核をなす銀行貸出は、同じ最近の 5 年間で年率 -1.4% のペースで減少しています」<sup>18)</sup>。

速水日銀総裁がいかなる意図でこの発言をなされたかに関わりなく、速水日銀総裁が提起した問題は、マネタリーベース(日本銀行からの資金供給。ベースマネーともいう)、市中銀行貸出(マネーサプライの中核をなす)、国内総生産(実体経済)の 3 者は一体どのような関係にあるのかということである。具体的に言い換えれば、非伝統的金融政策のベースになっている金融理論が考えるように、中央銀行の資金供給の量が市中銀行貸出の額を規定し、それが実体経済(企業活動等)の動向を規定していくのか。あるいは、全く逆に、実体経済(気企業活動等)の動向が市中銀行の貸出の額を規定し、それが中央銀行の資金供給の量を規定してくるのか、という問題提起である。

景気が悪いのだから、日本銀行はどんどん資金を出せばよいという理屈で非伝統的金融政策は行われてきたが、現実には非伝統的金融政策の理論が描くシナリオとは全く逆に、日本銀行から大量の資金供給を行ったにも関わらず、景気は持続的成長軌道には乗らなかったし、市中銀行の貸出にいたってはマイナスにすらなっている。一体なぜか。分析はこの現実(現象)を直視することから始めなければならない。この問題に答えるためには、そもそも中央銀行を頂点とした金融制度(信用制度)と実体経済とはどのような関係性にあるのかという上述の理論的問題をまず考えてみる必要がある。それを踏まえたうえで日本経済の現実のデータを見ながら日本経済が置かれている現実の姿を描き出すことにしたいと思う。

## ②実体経済と金融制度(信用制度)の理論

中央銀行は銀行券の発行を基礎として資金供給を行うが、そもそも中央銀行が資金供給を求められるのは、市中銀行の現金準備(市中銀行の手元現金と中央銀行預け金)が全体として不足する時である。すなわち、他行への手形・小切手の支払い(支払手段としての貨幣)や預金の引き出し(流通手段としての貨

幣)が増大し、市中銀行の既存の現金準備では賅えなくなる時である。その典型が、実体経済が拡大する時である。実体経済が拡大し、企業からの借り入れ需要が生じると、市中銀行は信用創造によって貸出（貨幣請求権での貸出）を増加させる。例えば、企業Aが貸出を求めてきた時に、市中銀行は貨幣ではなく、貨幣請求権（預金の設定）によって貸し付ける（信用創造を行う）。その後企業Aが企業Bに対して商品購入等の支払いをする際には市中銀行はこの設定された預金を引当にして自行宛の小切手等（貨幣請求権）で支払わせる。企業Bが小切手の支払いを求めて自行にきたら自行内にある企業Aの預金口座から企業Bの預金口座へ相当額の預金を移転（帳簿上での貨幣請求権の移転）させる。こうした貨幣請求権での貸出・流通・決済によって、現金無しでの貸出、すなわち信用創造が可能となる。ただし、その際、①企業Bが当該銀行ではなく別の銀行に預金口座をもっていて、小切手等が他行へ流出した場合や②企業Bで働く労働者への賃金の支払い部分については現金の必要が生じるし、③準備預金制度があるとするれば法定準備の必要が生じる。市中銀行はこうした現金需要を拒否できないので、それに備えて手元に現金を保有しているほか、日本銀行に当座預金を保有している。これら市中銀行の手元現金と日銀預け金を合わせたものを市中銀行の「現金準備」という。市中銀行は個々の資本家や労働者からの預金によってこの現金準備を用意している。

実体経済の拡大期においては企業間の商取引が活発化し、支払手段としての貨幣に対する需要が高まるとともに、賃金の増加を背景に流通手段としての貨幣に対する需要も高まる。こうした資金需要の増大によって現金準備の不足が一部の市中銀行に限定して起こるものであるならば、その場合はコール市場を通じての他の市中銀行からの借入等によってその不足は穴埋めされ、日本銀行の信用供与が求められることは基本的にはない。しかし、実体経済の拡大などによって広義の流通手段（流通手段としての貨幣、支払手段としての貨幣）に対する需要が増大し、市中銀行部門全体として現金準備の不足が生じる場合は唯一の銀行券発行者である日本銀行の資金供給が不可欠となる。このように実体経済の動向が市中銀行の貸出を規定し、そして中央銀行の資金供給を規定してくるのである。

すなわち、中央銀行の資金供給量（ベースマネー）が市中銀行の貸出額を規定し、実体経済（企業活動等）の動向が制御されるのではない。そうではなく、実体経済の動向が市中銀行の貸出を規定し、それが中央銀行の資金供給量を規定してくるのである。

確かに、中央銀行の資金供給によって市中銀行の貸出を拡大させ、実体経済の拡大（現実資本の蓄積）を促進しようという面はある。個別企業単独であれば、規模拡大は自己の資本の大きさあるいは利潤の規模によって規定されるが、金融制度（信用制度）は低利で他人の資金を利用することを可能にするので、自己資金の蓄積を待つことなく、いち早く企業の規模拡大を図ることを可能にし、資本主義の発展を急速に促進する効果を金融制度はもつ<sup>19)</sup>。実際、貨幣資本の著しい不足という制限を超えて日本の産業資本を急速に成長させるうえで、日本銀行信用の果たした役割は確かに大きかった。

しかしここにおいてくれぐれも銘記しなければならないことは、金融制度（信用制度）が実体経済の拡大（現実資本の蓄積）を促進するとはいっても、それは促進のための「条件」を提供しているにすぎないという点である。貸付可能な貨幣資本の現実資本への転化は中央銀行や市中銀行の意志によって決まるのではなく、再生産過程が新たなる現実資本を受容しうるか否かにかかっている。中央銀行や市中銀行の資金供給によって実体経済の拡大（現実資本の蓄積）が促進されるとしても、それは再生産過程が新たなる現実資本を受容できるという基盤が根底にあって初めて成り立つ事柄にすぎない。言い換えれば、中央銀行であれ市中銀行であれ、銀行貸出は銀行が持っている資金量によって決まるのではなく、再生産過程すなわち実体経済の動向によって規定される。銀行貸出の増加の「原因」は実体経済の側の状況にあり、銀行の資金量はその銀行貸出を可能にする「条件」にすぎないのである。

ヘーゲルも述べているように、「原因（根拠）」と「条件」とを分けて分析することは、研究において極めて重要である<sup>20)</sup>。両者は全く異なる概念であり、それゆえ両者の違いを意識せずに論じると、大きな誤謬を犯すことになる。原因とは事物を引き起こす主因であり、条件とは原因が発現するにあたってそれを脇から支える環境ないし材料をなすものである。条件は事物にとって「単なる肯定するもの」にすぎず、自ら活動し産出するものではない。「原因」と「条件」の違いについて風邪を例にとって平易に説明すると、次のようになる。人々に風邪をひいた理由を尋ねると、一般に寝不足や疲労、あるいは身体を冷やしてしまったという事柄を原因として挙げるのがまみられる。しかし、それらは風邪の原因ではない。風邪の原因は風邪のウィルスであり、寝不足や疲労あるいは身体を冷やしてしまったという免疫力低下の問題は風邪の原因であるウィルスが風邪という現象を発現させるにあたってそれを脇から支える環境、すなわち条件にすぎない。寝不足や疲労等それ自体の内から風邪という現象が発生するのではないのである。銀行貸出の場合も同様であり、銀行の保有する資金量は銀行貸出を可能にする「条件」であるにすぎないので、銀行がいくら貸出可能な資金を保有していても、実体経済の側に需要がなければ銀行貸出は増加しないのである。

では、実体経済の側の状況、すなわち再生産過程が新たな現実資本を受容しうるか否かはどのようにして決まるのか。それは、以下に述べるような資本制的生産様式における社会的総資本の再生産過程の基本原理によって決まる。

資本制的生産様式においては、利潤獲得を動機として私的に生産されるとはいえ、生産物は需要され、価格実現されなければならない。この需要は最終消費（個人消費）と生産的消費（投資）とからなる。このうち生産的消費は最終消費されることを目的としてなされるので、需要の基軸をなすのは最終消費（個人消費）である。その消費財を生産するためには生産手段が必要であるから、それゆえ社会的総資本の再生産過程は使用価値の側面からみると生産手段生産部門と消費財生産部門から構成されることになる。また社会的総資本の再生産は使用価値の側面ばかりでなく、価値の側面も併せ持つので、それを考慮すると、社会的総資本の再生産過程は以下のような表式として表される。

生産手段生産部門 … I (C+V+M)

消費手段生産部門 … II (C+V+M)

したがって、社会的総資本の再生産過程が成り立つための基本的な原理は以下ようになる。

$$II (C+V+M) = I (V+M) + II (V+M)$$

この式を簡略化すると周知のような  $I (V+M) = II C$  の式となるわけだが、先の式が意味するところは、消費手段生産部門で生産されたもの  $[II (C+V+M)]$  は、生産手段生産部門の個人消費  $[I (V+M)]$  と消費手段生産部門の個人消費  $[II (V+M)]$  によって需要されなければ社会的総資本の再生産過程は円滑に進行しないということである<sup>21)</sup>。もちろん、社会の発展によって消費手段生産部門の生産が拡大していくならば、消費手段生産部門の生産拡大に先立って生産手段生産部門がまず拡大しなければならないということにはなるが、そうした拡大再生産の場合でも社会的総資本の再生産が円滑に進むためのこの基本的な原理は変わらない。

この個人消費（最終消費）は資本家の個人消費も含むが、基本的には労働者の消費によって規定されるので、したがって再生産過程が新たな現実資本を受容しうるか否かは労働者の消費によって規定される、ということになる。労働者の消費を規定するのは賃金だが、資本制的生産様式が利潤動機に基づくものである以上、賃金は抑制される傾向にある。それゆえ、社会的総資本の再生産過程の拡大は労働者の賃金によって常に限界を画されることになる。これが「生産と消費の矛盾」として言い表されるものである。

中央銀行を頂点とする信用制度は、こうした社会的総資本の再生産過程の基本的な原理の許容する範囲

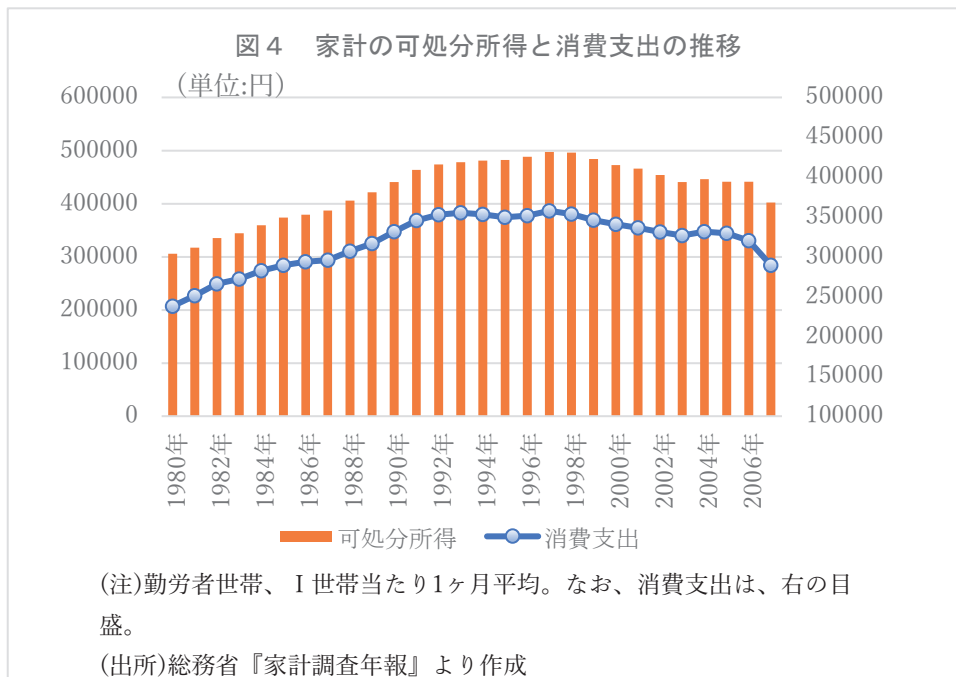
の中で、実体経済の拡大（現実資本の蓄積）を促進するための「条件」を提供できるにすぎず、この社会的総資本の再生産のこの基本的原理それ自体を変更するものではない。また、中央銀行を頂点とする信用制度が実体経済の拡大（現実資本の蓄積）を強力に促進する条件を提供するというは、それと同時にその反転（恐慌）の条件を形成せざるをえない。その反転によって再生産過程が新たなる現実資本を受容できなくなった場合は、中央銀行がいくら資金供給を行おうとしても、実体経済は上向かないのである。このことは金融制度（信用制度）が一般的に持っている性格なので、日本銀行の伝統的金融政策であろうが、非伝統的金融政策であろうが、この点に変わりはない。戦前においても日本銀行の資金供給は確かに大きな役割を演じたが、販路（消費、特に海外市場）が見いだせず、再生産過程が新たなる現実資本を受容できない場合は、絶えず不況に直面していたというのが現実であった。

### ③1990年代のわが国の実体経済の状況

では、上述の事柄を踏まえたうえで日本経済の現実のデータを見ながら日本経済が置かれている姿を描き出してみよう。

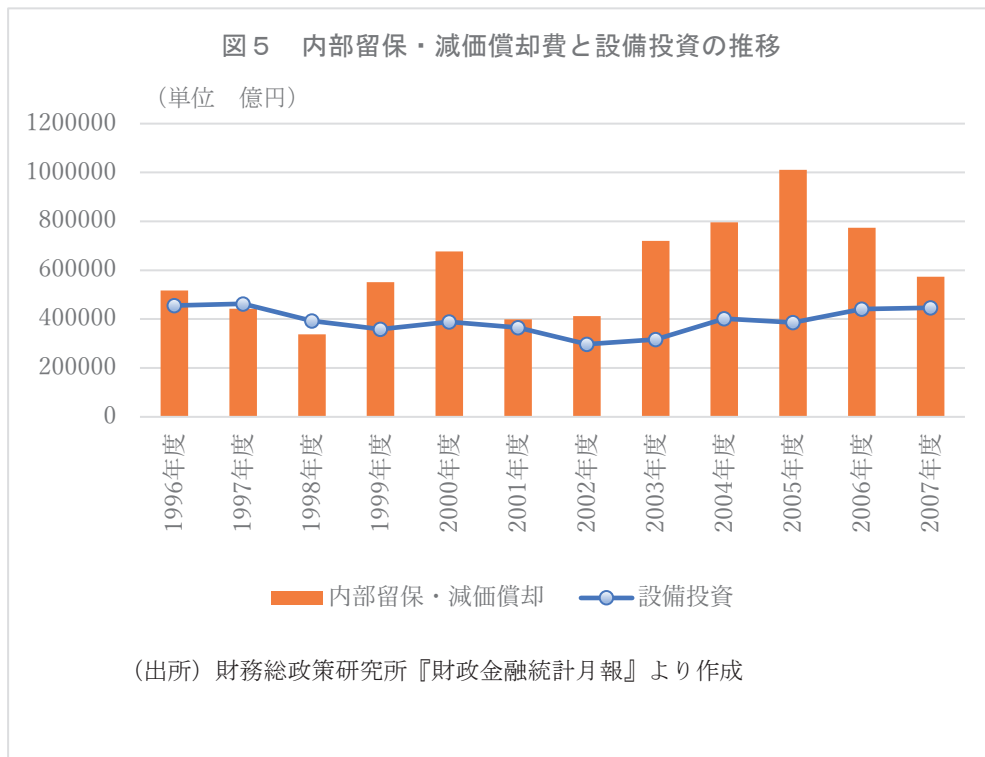
わが国の経済を持続的な回復軌道に乗らなかったのは、日本銀行の資金供給量や市中銀行のもっている資金量といった、貸し付け可能な貨幣資本の不足に問題があったからではない。そうではなく、再生産過程が新たなる現実資本を受容できなくなったからである。では、なぜ再生産過程が新たなる現実資本を受容できなくなったのか。それは実体経済拡大の重要な支柱であった労働者の賃金を削減したからであって、それによって家計の消費支出が減少したからである。

消費手段生産部門で生産されたもの〔Ⅱ（C+V+M）〕は、生産手段生産部門の個人消費〔Ⅰ（V+M）〕と消費手段生産部門の個人消費〔Ⅱ（V+M）〕によって需要されなければ社会的総資本の再生過程は円滑に進行しないが、わが国の場合、消費財生産部門で生産されたものを消費する大きな主役であったのは、国内の家計消費であった。



戦後、わが国は労働三法の制定などの制度的保障がなされ、安定した賃金が家計の消費を増加させていた。家計の消費支出は不況下においても減少することなく、景気を下支えする重要な柱として機能していた。例えば、1986年の「円高不況」において対米輸出という重要な販路が動揺したにも関わらず、景気が大きく後退しなかったのは、家計の消費支出が減少することなく、景気を下支えしたからである。ところが、この国内景気を下支えてきた重要な柱である家計の消費支出が大きく動揺していく。家計の消費支出を支える賃金が、橋本内閣の「構造改革」における「労働者派遣法」の改正によって変容を受けたからである。1996年においてその対象が26の業種に拡大され、さらに1999年の改正において製造業など一部禁止業種を除いて派遣可能な業種が原則自由化された<sup>22)</sup>。それによって家計の可処分所得が減少し、その結果家計の消費支出も減少した(図4参照)。景気を支える賃金という支柱を折ったことで、1997年から景気はついに底割れし、「戦後初めての2年続けてのマイナス成長」となった。ゼロ金利政策はこうした中で導入されたが、その後、量的緩和政策が行われている最中にも「労働者派遣法」の改正がさらに進められ、2004年には禁止業種に指定されていた製造業までもが解禁された。それゆえ、1990年代末以降のわが国の経済成長率は、低い伸びを示した1990年代前半に比べても、マイナス成長も含む一段さらに低い成長率の局面へ突入したのである。

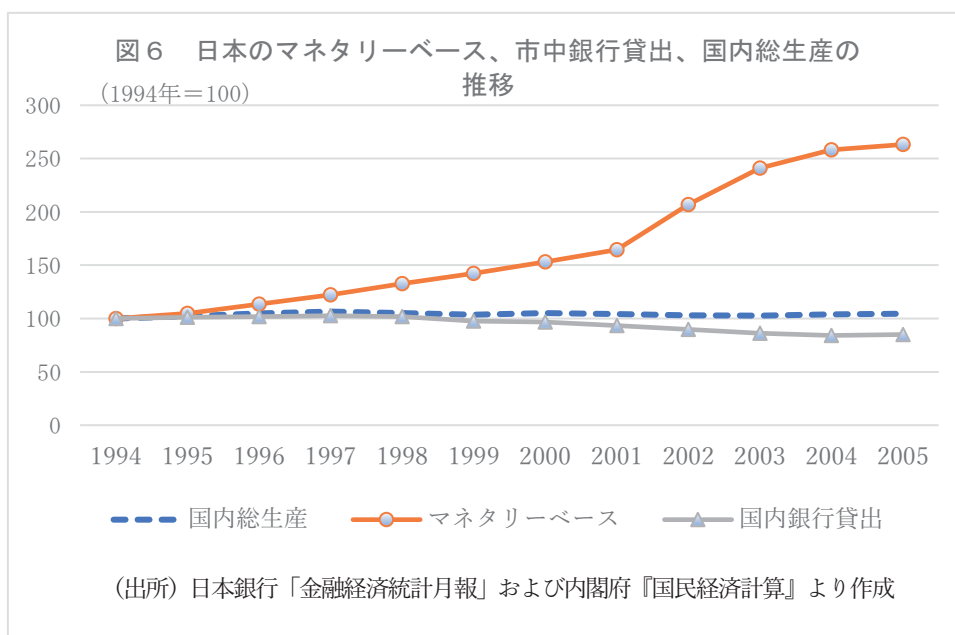
企業の投資はその生産物が最終消費されることを目的としてなされるものである。ブラザ合意を契機としたグローバル化によって工場の海外移転が進む中で、最終消費の中核をなす家計の消費支出が国内景気を支えているものとして重要性を増しているが、その家計の消費需要が賃金の抑制によって落ち込んでいり、投資は手控えざるを得ない。企業の国内での必要な設備投資は自己資金で賄える範囲になっており、銀行借入に依存するという状況ではなくなっている(図5参照)。



中小企業などでは、設備投資ができない仕組みになっている。家計の所得が減少している以上、家計は

支出を抑えるため、低価格の商品を求める傾向を強めている。しかも中小企業は自分たちが設備投資をしてコストダウンしても、グローバル化によって海外の廉価な労働力を用いたアジア、中国からの安い商品がどんどん入ってきて、太刀打ちできない。中小企業はもはや設備投資してもしょうがない、できない仕組みになっている。つくっても売れないからである。もはや資金需要さえないというのが現状であるように思われる<sup>23)</sup>。

いくら金利がゼロと言われても（ゼロ金利政策）、あるいはさらに金利ゼロの資金供給を量的にどんどん増やしていくと言われても（量的緩和政策）、こうした状況（再生産過程が新たなる現実資本を受容しえない状況）なのだから、市中銀行の貸出は増加しない。それはフォーワードガイダンスを付けて、借入有利な状況の継続を保証してみても同様であり、あまり意味がない。前項でも論じたように、中央銀行を頂点とする金融制度（信用制度）も社会的総資本の再生産の基本的原理それ自体を変更することはできない。したがって、従来にない非伝統的金融政策によって日本銀行からの資金供給の量をいくら増やしてみても、市中銀行貸出の額は増えないし、実体経済も拡大しないのである（図6参照）。



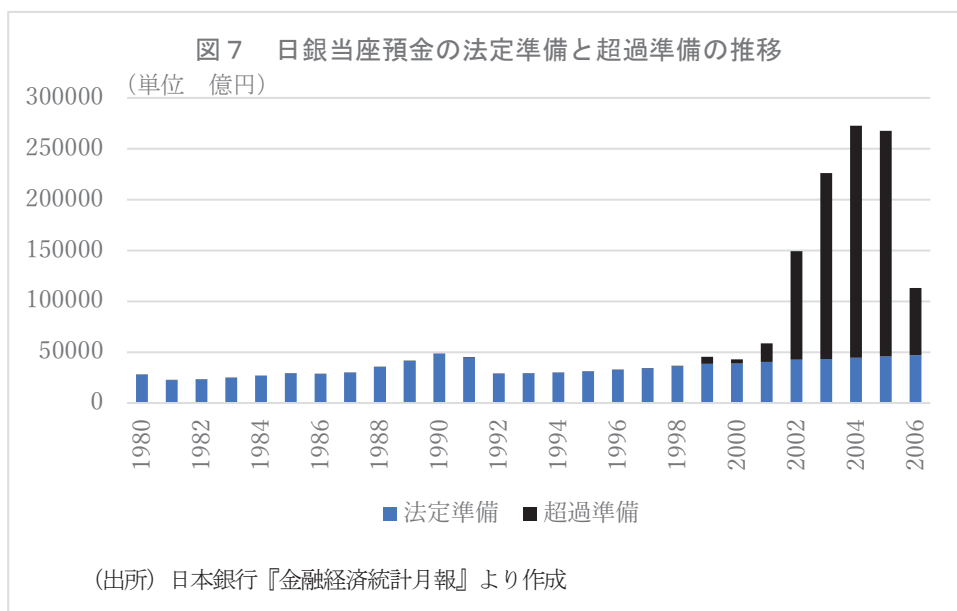
#### ④日本銀行が供給した資金の行き先

では、巨額の資金供給を受けた市中銀行はどこに資金をまわしているのでしょうか。その行先はいくつかあるが、再生産過程が新たなる現実資本を受容できない以上、どのような行き先をとるにせよ、必ず結論は同じであり、新たなる富を生み出すことには基本的に使われてはいない。

日本銀行から供給された資金の行き先の代表的なものを挙げると、一つには、日本銀行に超過準備として山積みになっていることが挙げられる。日本銀行が市中銀行に供給する資金は市中銀行が日本銀行内に保有する当座預金口座に振り込まれるが、市中銀行は貸出先がないので、日本銀行に預けられたままになっている。本来、日本銀行預け金には超過準備はあまり生じない。その理由は以下のとおりである。市中銀行は信用創造（貨幣ではなく、貨幣請求権で貸し付けること）を行うが、その際、①企業 B が当該銀行ではなく別の銀行に預金口座をもって、小切手等が他行へ流出した場合や②企業 B で働く労働者への

賃金の支払い部分については現金の必要が生じるし、③準備預金制度があるとすれば法定準備の必要が生じる。市中銀行はこうした現金需要を拒否できないので、それに備えて手元に現金を保有しているほか、こうした日本銀行に当座預金を保有しているのである。預金準備率によって強制的に中央銀行に預け入れられる準備金は中央銀行の当座預金に置かれるが、この中央銀行に法律によって強制的に預け入れさせられる預金のことを法定準備という。わが国の場合、この法定準備を満たすために日本銀行当座預金に保有する残高は先に述べた市中銀行の日々の業務（預金の払い戻しや為替業務、すなわち流通手段や支払手段としての貨幣）に必要な資金に使うことが可能である。準備金には付利されないので、市中銀行は法定所要額を上回る金額（超過準備）を極力小さくし、法定所要額ギリギリの水準に日本銀行預け金を調整しようとする。したがって、通常、法定準備を超える日銀預け金、すなわち超過準備が形成されることはあまりないのである。

ところが、その超過準備が大きく積み上がっている。上述したように、一般に、日本銀行預け金は実体経済の需要に基づいた市中銀行の日常業務に必要なもの（支払手段としての貨幣、流通手段としての貨幣の準備金として蓄蔵された貨幣）から形成されるものであり、日本銀行の伝統的金融政策もこうした実体経済の需要に基づいて資金供給を行うことを基本的性格としていたので、伝統的金融政策の下において超過準備が大きく積み上がることはなかった。ところが、非伝統的金融政策は、実体経済の需要を超えた資金供給を行うものなので、実体経済の需要によって求められる市中銀行の日常業務に必要な量を超えた、意味のない超過準備を大きく積み上げることになった（図7参照）。実体経済の需要を無視して、日本銀行がその裁量によって供給した巨額の資金の大部分がこの超過準備となっている。2004年を例にとれば、超過準備は、日本経済に必要な所要法定準備の約6倍に膨れ上がっている。こうした超過準備をいくら増やしたところで、新たな富は何ら生み出されない。



日本銀行が供給した資金の行き先として、もう一つには国債の購入があげられる。国債は不良債権化することもなく、BIS規制との関連においても市中銀行にとって有利な資金運用先をなしている。現実資本（実体経済）の停滞によって貨幣資本が再生産過程に入っていけないので、国家の債務を価値増殖の場としている（引受手数料、売買差益、クーポン収入）。国債は市中銀行にとっては資産であっても、全体の構



図からみると国債が表すものは「租税に対する特定金額を先取りする権利」であるから、国債それ自体は新たな富を生み出すものではない。こうした国債を対象にして、租税の先取りを得たり（クーポン収入）、日本銀行がオペでやや高めの価格で買い取ってくれることを基盤に売買益を稼ぐことは、新たな富を生み出すということではなく、既存の富を再配分しているということを意味している。「国債発行とそれによってファイナンスされた財政というパイプを介して、資金が循環するルートが大きくなっている」<sup>24)</sup>という構図になっており、新たな富をうみだすような実体経済の活動に資金は回らずにいる。

## （2） 資産価格（株式）の面

ゼロ金利政策および量的緩和政策は、株式市場の軟調などの資産市場対策の目的も併せ持つものであった。これらの政策によって金利が低下すると、預金者の中にはリスクはあるが、高い収益が得られる可能性のある株式に投資してみようとする者が現れて、株式の購入や株式投資信託が増加し、株式価格が上昇するというシナリオが描かれていると思われる。この面での効果はどうだったのであろうか。

実際の株価は年度によって騰落はあるものの、ゼロ金利政策の導入から量的緩和政策の解除までの全体を通してみると、低下傾向というのが現実であった。一体なぜか。この点を明らかにするためには、まずもってわが国の株価形成の歴史を振り返っておかなければならない。

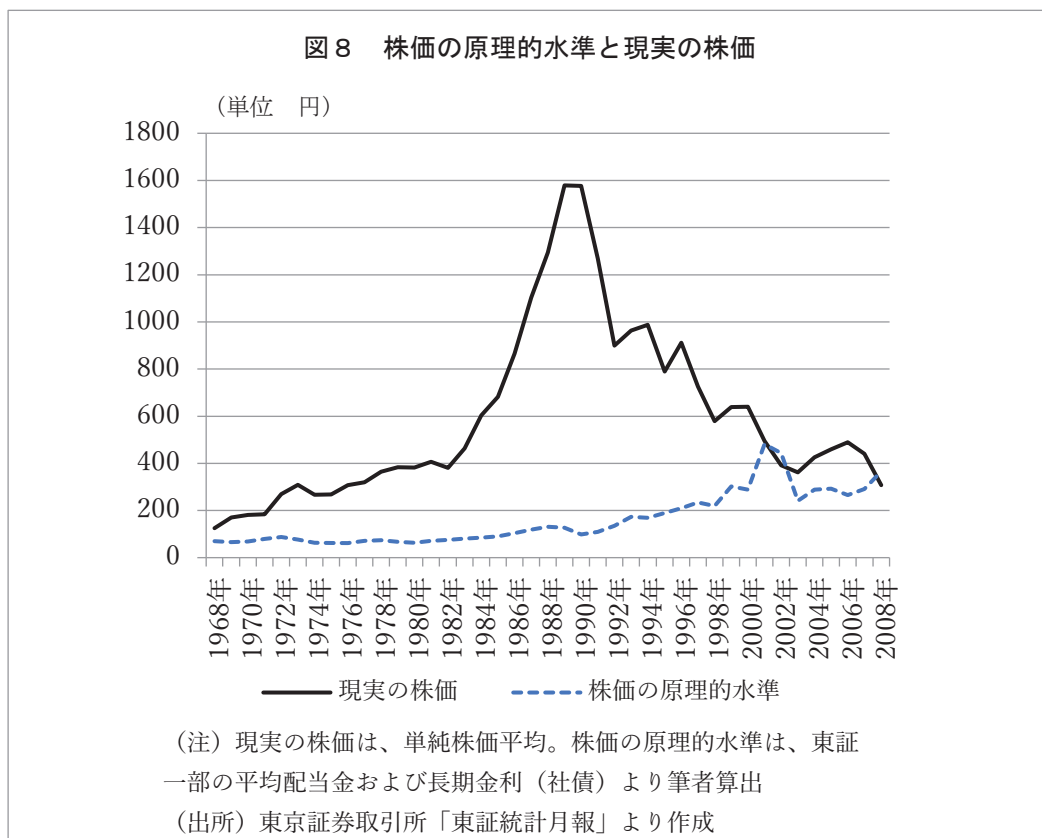
わが国の株式価格は、株価操作によって人為的に吊り上げられてきたという歴史をもつ。本来、株価は配当の資本還元値（配当に利子率の逆数をかけた水準のこと。本稿では以下「株価の原理的水準」と呼ぶこととする）によって規定されるものであって、実際、わが国の現実の株価は1960年代前半まではこの原理的水準に規定され、適正に推移していた。ところが、1960年代後半以降事態が一変する。企業や金融機関が協力して相互に株を買いあげ、市場の需給を故意に逼迫させ、株価を高値に吊り上げるという「株の持ち合い」という名の株価操作が行われ出したからである。当初、これは資本取引自由化への対策として行われたものであった。周知のように1964年にわが国はOECDに加盟するが、OECDの規約には「相互に資本移動に関する制限を漸進的に撤廃する」とあり、1967年の第1次自由化措置を皮切りに、1973年の第5次自由化措置まで段階的に自由化がなされていくことになった。この過程のなかで、外国資本による日本企業の買収、乗っ取りが行われる可能性が問題視された。そこで、乗っ取り防止対策で株の持ち合いを進めた。株式の流通市場において金融機関や企業が相互に相手の株式を買い合う。そうすれば、買い占めの対象となるような浮動株が少なくなり、乗っ取りに必要な株式の数を確保することが難しくなるだけでなく、株価は需給関係の逼迫を反映して、株価の原理的水準よりも高い水準で落ち着き、乗っ取りに必要な株の一株当たりの単価が高くなり、乗っ取りがますます困難になる。当時の宮沢通産大臣が「乗っ取り防止として外資に対抗できるだけの株をもった安定勢力をまとめる必要がある。持株会社制度によらず、関係金融機関の協力で」と述べていたように、この株価操作において中心的な役割を演じたのは貸付可能な貨幣資本の一般的管理者であり、わが国において企業を生み育てる役割を果たしてきた銀行であった。

ただ、こうした乗っ取り防止目的だけであれば、会社の支配権を安定的に維持できる水準以上に株を市場から買いあげる積極的必要性はなかったと思われるが、株の持ち合いによる株価操作はやがて時価発行増資による株式投機へとその目的を変えていく。1970年代以降、現実資本（実体経済）の停滞を背景に過剰な貨幣資本が株式市場において投機を展開していく。時価発行増資とは株式の流通価格で株式の発行（資金調達）を行うものであるが、額面発行方式と比較した場合、額面価格と時価との差額を一般株主から取り上げ、発行企業の懐に入れるものである。一般株主にとってみると、この方式は流通価格（時価）で株式を取得させられるので、その後、わずかでも株価が下落しようものならただちに損失となるので、不利な方式である。それゆえに、特に貨幣資本の蓄積に乏しかったわが国では、時価発行方式は企業サイドが採

用したくても、採用困難な方式であった。ところが、株の持ち合いによる株価操作を利用すると、この時価発行方式が可能になる。株を一般投資家に買わせて後に、株の持ち合いによる株価操作を行い、株価を吊り上げれば買った時の値段よりも売りの値段が高くなり、一般投資家にも差益が生じることになるからである。株の持ち合いによる株価操作は、一般投資家を株式投資に引きずり込みながら、企業や金融機関による株式投機を可能にし、巨大な金融収益を獲得させてきたのである。

その結果、株の持ち合いによる株価操作は、投機のために際限なく行われるようになり、株価は絶えず上昇し続けることを求められることになった。「バブル」といわれる 1980 年代後半のカネ余り現象による巨額の余剰資金の流入がこれに拍車をかけ、わが国の株価はその本来の原理的水準（配当の資本還元値）からより一層かけ離れた水準へと上昇した。この時代においては、投機とはいえ、株の持ち合いによる株価操作という絶えず株価を右肩上がりで見せしめる強力な根拠（基盤）、カラクリがあった。だからこそ、一般投資家を株式市場に引きずり込むことが継続的に可能であり、それにより企業や金融機関は十分な株の値上がり益を投機において得ることができたのである。

だが、この株価操作は流通市場で出回る株式数を減らしてこそ、株価を吊り上げることができるものである。時価発行増資の盛行によって株式の供給数が際限なく増大していけば、株の需給関係を逼迫させて株価をコントロールするという株価操作は次第に困難になる。1990 年代に入って株価が暴落したのは、こうしたことが根底にあった。株の需給関係を意図的に逼迫させ、株価をコントロールすることができなくなったわが国の株価は、1990 年に入りその本来あるべき原理的水準へ引き寄せられるように下落することになった（図 8 参照）。



こうした過程を経て株価が下落しているわけであるが、しかし下落したとはいえ、ここにおいて注意すべきことは、株価は本来であればもっと暴落するはずだったということだ。その点において日本銀行の果たした役割が大きい。その理由は、二つある。一つは、バブル崩壊後の公定歩合の引き下げなどによって金利を大きく低下させる政策を持ち出して、預金・債券の資産運用対象としての魅力を奪い、株に売りが出ないようにして、株価のそれ以上の暴落にブレーキをかけていたが、ゼロ金利政策および量的緩和政策によってかつてない水準にまで金利を引き下げ、株価の原理的水準を引き上げ、現実の株価との乖離幅を縮小させたからである。言い換えれば、預金・債券の資産運用対象としての魅力をさらに奪い、株に売りが出ないようにしたからである。

もう一つは、2002年11月から2004年9月までの日本銀行による金融機関保有株式の買入れである。この株式の買い上げは、金融機関保有株式の価格変動リスクが金融機関経営の大きな不安定要因となっていたことから、金融機関による株式保有リスク削減努力を支援し、これを通じて金融システムの安定確保を図るという趣旨から行ったものである。正確に言えば、これは日本銀行の金融政策（量的緩和政策）の一環として行ったものではなく、日本銀行法第43条（「他業の禁止」）に基づいて日本銀行が行ったものである。日本銀行法第38条に「信用秩序維持に資するための業務」に関する規定は存在するが、これは「内閣総理大臣および財務大臣が日本銀行に要請することができる」ものとされているものなので、その要請がなかったことを踏まえて、第43条に依拠して日本銀行が認可申請をして行ったものであった。信託銀行を受託者とする信託を行い、当該信託にかかる信託財産として、買入れ対象先から株式を買い取るという方式である。買入れ価格は累計買入総額2兆180億円に上った。この買入れが株価の下支え効果を発揮した。実際の株価がその原理的水準よりも高めに推移していることから、そのことは伺われる。ゼロ金利政策および量的緩和政策が行われた時期のわが国の株価は下落傾向にあったとはいえ、これら日本銀行の施策によって何とか現状の水準を保っているという、無理のある株価というのが実態である。

## おわりにかえて

本稿は、非伝統的金融政策について、その初期にあたるゼロ金利政策および量的緩和政策を中心に論じた。非伝統的金融政策は景気の回復と資産市場対策を目的としたものであるが、ゼロ金利政策および量的緩和政策は実体経済面においてその所期の目的を達したとは基本的に言い難いものであった。それはゼロ金利政策や量的緩和政策それ自体の限界というよりは、金融政策一般、あるいは中央銀行を頂点とする金融制度（信用制度）の一般的性格や限界に根差すものというべきものであるように思われる。中央銀行を頂点とする信用制度は、社会的総資本の再生産過程の基本的な原理の許容する範囲の中で、実体経済の拡大（現実資本の蓄積）を促進するための「条件」を提供できるにすぎず、この社会的総資本の再生産のこの基本的原理それ自体を変更するものではない。また、中央銀行を頂点とする信用制度が実体経済の拡大（現実資本の蓄積）を強力に促進する条件を提供するという事は、それと同時にその反転（恐慌）の条件を形成せざるをえない。その反転によって再生産過程が新たな現実資本を受容できなくなった場合は、中央銀行がいくら資金供給を行おうとしても、実体経済は上向かないのである。他方、資産市場対策（株式）の面においては下支えの効果を果たしたように思われる。

ゼロ金利政策や量的緩和政策といった初期の非伝統的金融政策が効果を発揮しなかったがゆえに、非伝統的金融政策はその後において包括的緩和政策、量的・質的緩和政策などへと深掘りされていく。それらの研究については今後の研究課題としたいと思う。

---

## 注

- <sup>1</sup>) 『伝統的』か『非伝統的』かは相対的なものであるため、現時点で、日本銀行として非伝統的金融政策の概念を明確に定義してお示したものはございません(2024年5月24日付の日本銀行情報サービス局への問い合わせより)。
- <sup>2</sup>) 2024年6月20日付の日本銀行情報サービス局への問い合わせより。
- <sup>3</sup>) 日本銀行副総裁中曾宏「進化する金融政策:日本銀行の経験」2017年10月19日、13ページ。
- <sup>4</sup>) 拙稿「日本銀行の伝統的金融政策の基本的性格と限界」岐阜協立大学『地域創生』第43集、2024年4月、参照。
- <sup>5</sup>) 日本銀行「当面の金融政策の運営について」1999年2月12日付
- <sup>6</sup>) 日本銀行「当面の金融政策の運営について」1999年2月12日付
- <sup>7</sup>) 日本銀行「総裁定例記者会見要旨(2月12日)」1999年4月14日付
- <sup>8</sup>) 吉野俊彦・中川幸次『金利の解説』日本経済新聞社、1984年、83ページ。
- <sup>9</sup>) 日本銀行「政策委員会議長記者会見要旨(2月12日)」1999年2月15日付
- <sup>10</sup>) 日本銀行「総裁定例記者会見要旨(2月12日)」1999年4月15日付
- <sup>11</sup>) 日本銀行「1999年10月19日・日本総研における山口副総裁講演」
- <sup>12</sup>) 翁邦雄「ゼロ・インフレ下の金融政策について—金融政策への疑問・批判にどう答えるか—」日本銀行金融研究所『金融研究』1998年8月、126ページ。
- <sup>13</sup>) 日本銀行「金融調節方式の変更と一段の金融緩和措置について」2001年3月19日付
- <sup>14</sup>) 日本銀行「金融市場調節方針の変更等について」2003年4月30日付
- <sup>15</sup>) 札割れとは、日本銀行が資金供給オペのオファーしたときに、金融機関から申し込まれた金額がオファー額に達しないという状況のこと。要するに、日本銀行がほぼゼロ金利で資金を供給しようとしても、金融機関はそれに全額は応じようとしなくなっている状況であり、ゼロ金利政策の下でみられた現象であった。
- <sup>16</sup>) 日本銀行「最近の金融政策の運営について—1999年10月19日・日本総研における山口副総裁講演—」1999年10月19日付
- <sup>17</sup>) 飯村慎一「公的資金注入と銀行経営について」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』1999年春、5ページ参照。
- <sup>18</sup>) 日本銀行「最近の金融経済情勢と金融政策—2001年3月7日・内外情勢調査会における速水日本銀行総裁講演—」2001年3月7日付。
- <sup>19</sup>) 下平尾勲『信用と景気循環』新評論、1978年、69-70ページ参照。
- <sup>20</sup>) Georg Wilhelm Friedrich Hegel, *Enzyklopädie der philosophischen Wissenschaften im Grundrisse* (1830), Erster Teil, *Die Wissenschaft der Logik*, Mit den mündlichen Zusätzen, *G. W. F. Hegel Werke* 8, Suhrkamp Verlag, Frankfurt am Main, 1970. S. 292-293. 松村一人訳『小論理学』下巻、岩波書店、1985年、101-102ページ、参照。
- <sup>21</sup>) 川合一郎「ケインズの体系について」川合一郎『川合一郎著作集』第1巻、有斐閣、1982年、266ページ、参照。
- <sup>22</sup>) 内橋克人編『誰のための改革か』岩波書店、2002年、93ページ参照。
- <sup>23</sup>) 内橋克人編『誰のための改革か』岩波書店、2002年、94ページ参照。
- <sup>24</sup>) 日本銀行「最近の金融経済情勢と金融政策—2001年3月7日・内外情勢調査会における速水日本銀行総裁講演—」2001年3月7日付。