

# 日本銀行の非伝統的金融政策と金融制度（信用制度）

## －包括的緩和政策の基本的性格と限界－

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、信用制度、中央銀行、市中銀行、株式市場

### 目次

#### はじめに

1. 包括的緩和政策導入の経緯
2. 包括的緩和政策の基本的性格
  - (1) 包括的緩和政策として公表された内容
  - (2) 包括的緩和政策の基本的性格
3. 包括的緩和政策の効果
  - (1) 景気浮揚効果
  - (2) 信用制度と実体経済の理論的關係
  - (3) 包括的緩和政策がもたらしたもの

#### おわりにかえて

### はじめに

本稿は、信用制度および日本銀行の伝統的金融政策の基本的性格踏まえつつ、包括的緩和政策の基本的性格と限界について論じることを課題とする。

中央銀行からの資金供給を増やすことで、景気は良くなるとする理論の影響を受けて、日本銀行は1999年以降、ゼロ金利政策、量的緩和政策といった非伝統的金融政策を相次いで実施したが、日本経済を持続的な成長軌道に復すことはできなかった。そこで、日本銀行からの資金供給の量と範囲を一層拡大させた包括的緩和政策が2010年に導入されることになるが、その景気浮揚効果をめぐっては喧伝された程の効果はなかったという懐疑的な評価が一般的であると思われる。中央銀行の資産規模の対GDP比率がわが国より低い欧米の経済成長率が高く、逆に中央銀行の資産規模の対GDP比率が高いわが国の経済成長率が低いことから、わが国の不況を中央銀行のマネタリーベースの供給不足から説くことには無理があるのではないかという指摘もなされてきたところである。

だが、包括的緩和政策に限らず、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。信用制度が時に実体経済の拡大（現実資本の蓄積）を促す効果をもちながらも、また他面では実体経済の拡大（現実資本の蓄積）を促進する効果をもちえない局面がある以上、信用制度と実体経済とはどのような関連にあるのかという理論的な問題を明らかにしたうえで、非伝統的金融政策の基本的性格や効果について論じるべきで

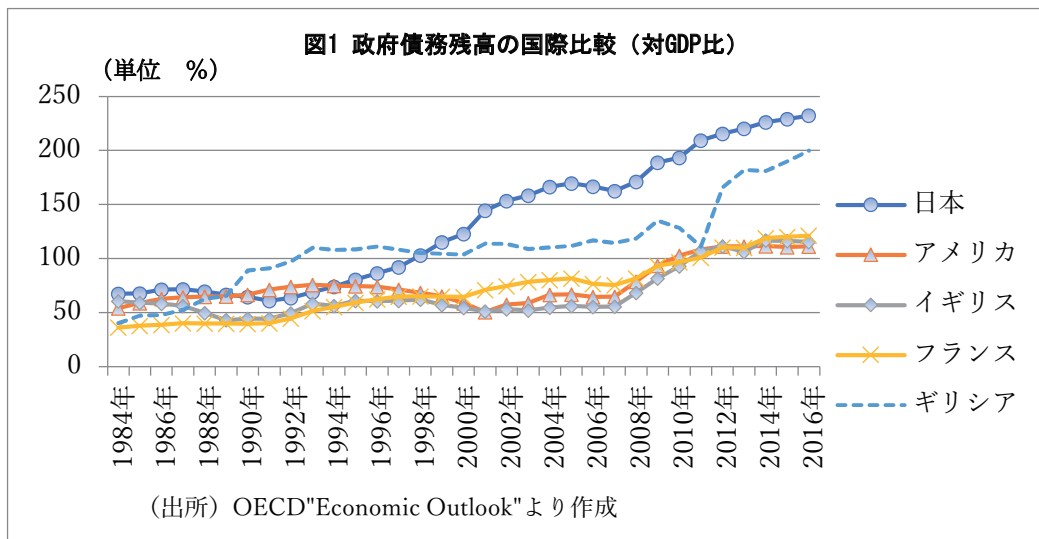
あるように思われる。

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、伝統的金融政策を踏まえつつ、ゼロ金利政策や量的緩和政策との対比の中で包括的緩和政策の基本的性格を明らかにし、そのうえで信用制度と実体経済（現実資本）との理論的な一般的関連を踏まえながら、包括的緩和政策の限界について論じたいと思う。

## 1. 包括的緩和政策の導入経緯

拙稿「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」で論じたように、非伝統的金融政策の基本的性格は、①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、②資産価格（株式、不動産価格など）を買い支えるということ、の2点にある。そして、その登場背景として、以下に述べるような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）の展開と破綻ということをその根底に有している。

まず、現実資本（実体経済）の停滞ということについて言えば、これは国内の家計消費という日本経済の支柱が規制緩和の中で折られたことによって生じたものである。他方、過剰な貨幣資本の独自の運動ということについて言えば、過剰な貨幣資本の独自の運動としての投機の破綻によって低迷した株価や不動産価格などを維持する必要性が生じた。株価について言えば、株価の暴落と停滞は次の3つの問題をもたらしたからである。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。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（図1参照）、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ってくると、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。不動産価格についてもほぼ同様であり、投機の破綻によって生じた企業の負債や市中銀行の不良債権の穴埋めが必要とされた。



一連の非伝統的金融政策はこうした共通の一般的登場背景を基底にもちつつ、それぞれ異なる出来事を直接的な契機として登場しているのであって、包括的金融政策の直接的な契機は、アメリカの信用バブル崩壊による海外需要の減速である。それまで好調であった海外需要が減速したことで、わが国の持続的な成長軌道への復帰が後ずれするとの判断の中で登場している。

海外需要の減速という事柄それ自体が包括的緩和政策の根本的な登場背景と考えられることも多いが、そうではなく、海外需要の減速という事柄はあくまで「直接的な契機」であるにすぎない。国内の家計消費の動揺という規定的要因がまず根底にあり、海外需要はそれを一時的かつ部分的に補っていただけからである。「2002年1月に始まった景気拡大は海外需要に支えられて2008年2月までの6年1か月続き、戦後最長の景気拡大を記録することになった」とも言われるが、需要の中核をなす国内の家計の消費が動揺している以上、実際の経済成長は微々たるものであったことが、そのことを証明している。国内総生産に占める比重という点でみると、海外需要の比重は国内の家計消費の比重に遠く及ばないのであって、海外需要の好調さによって部分的かつ一時的に覆い隠されていた国内の家計消費の動揺という問題がアメリカの信用バブルの崩壊によって再び表面化しただけである。国内の家計消費の動揺によるわが国の実体経済の停滞という基本的構図は包括的緩和政策の時期においても変わりがなかったのである。

ところが、この日本経済が持続的な成長軌道に乗らないという問題の根源が、ゼロ金利政策や量的緩和政策の時と同様に歪曲化され、日本銀行の金融緩和政策が不十分であることが原因であるという形で現れることになった。ゼロ金利政策や量的緩和政策がわが国経済の持続的な成長という効果を発揮しなかったのは、日本銀行からの資金供給がまだ十分ではなかったからであって、日本銀行からの資金供給をもっと潤沢にすれば、日本経済は持続的な成長軌道に復するはずだ、という金融に重きをおいた経済理論の下で、ゼロ金利政策や量的緩和政策を超える、「非伝統」性の強い金融政策の登場が待ち望まれた。

日本銀行としては、マネタリーベースの単なる量的拡大や期待への働きかけ（あるいは日本銀行の「気合い」や「本気度」）によって意味のある景気刺激効果が生まれると考えてはいなかったし<sup>1)</sup>、また実体経済を刺激するには金融政策だけでは不十分であり、規制改革など様々な措置によって投資機会を増やしていくことが必要であるという認識に立ってはいったが<sup>2)</sup>、日本銀行として何ができるのかということを考えた結果として、現状の金利水準がすでにいかに低くても、金融緩和効果を生み出そうとすれば、その金利水準全般のさらなる低下を図るしかないという判断のもと、さきの日銀批判に半ば押される形で日本銀行は過去の非伝統的金融政策より非伝統性の強い包括的緩和政策を導入したのであった。

## 2. 包括的緩和政策の基本的性格

本章では、「包括的な金融緩和政策」として日本銀行によって公表された内容をまず確認し、次いでそれを基に分析によって包括的緩和政策の基本的性格を明らかにしたいと思う。

### (1) 包括的緩和政策として公表された内容

日本銀行が金融緩和を一段と強力に推進するために2010年10月に導入を決定した「包括的な金融緩和政策」（以下、「包括的緩和政策」と略記する）は、日本銀行によれば、次の3つの事柄を柱としている、という。すなわち、①政策金利の変更（実質ゼロ金利の明確化）、②「資産買入等の基金」の創設、③「中長期的な物価安定の理解」に基づく時間軸（フォーワードガイダンス）の明確化、である。それぞれの詳細は、以下の通りである。

まず、政策金利の変更（実質ゼロ金利政策の明確化）についてであるが、包括的緩和政策においては政

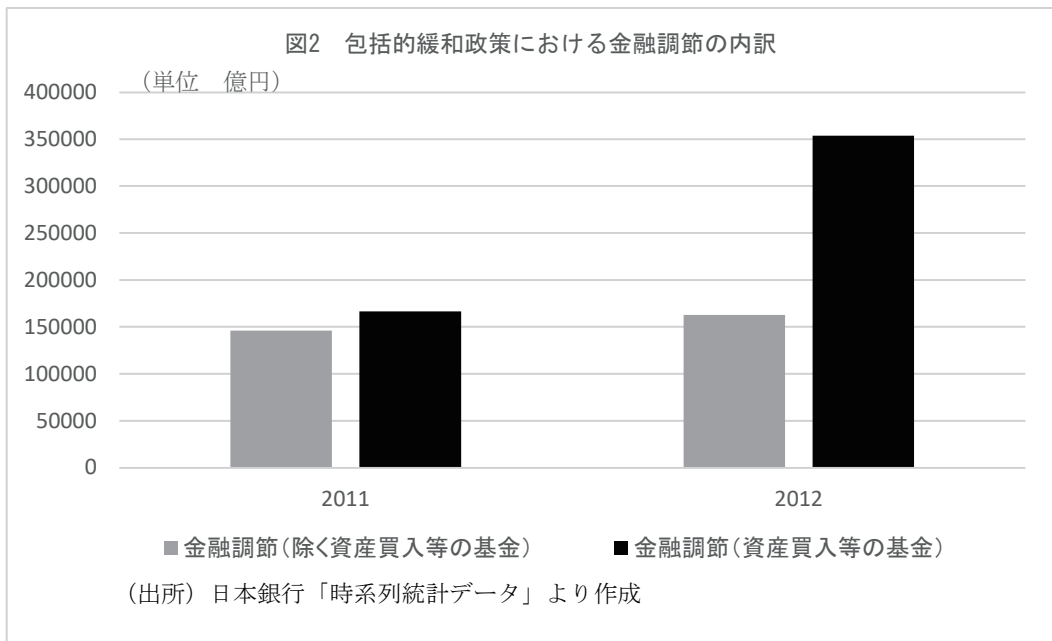
策金利（無担保翌日物のコールレート）を「0.1%程度」から「0～0.1%程度」に変更した。ここには、誘導目標は「量」ではなく「金利」であるという意図が込められている。その背景には、一つには、日本銀行がいわゆる「量の効果」について懐疑的であったということがあげられる。単なる量的拡大によって意味のある景気刺激効果が生まれるとは考えておらず、現状の金利水準がいかに低くても、金融緩和効果を生み出そうとすれば、金利水準に着目する以外ないというスタンスであった。もう一つには、上述の事柄とも関連するが、最適な金利水準はゼロではなく、若干のプラスであるという日本銀行の認識がある。コールレートが低下しすぎると、金融機関や投資家の運用利益、ひいては利鞘の低下から、貸出や投資のインセンティブが低下し、信用仲介機能が低下する、その結果、日本銀行の金融緩和によるネットの効果はかえってマイナスになる可能性がある、との判断である<sup>3)</sup>。

では、どのようにして日本銀行は「0～0.1%程度」の誘導目標を実現しようとしたのかというと、それは主に「補完当座預金制度」を通じてであった。補完当座預金制度とは、日本銀行当座預金のうち、所要準備額を超える金額（超過準備）に利子を付すという制度である。補完当座預金制度の利率は、日本銀行が金融市場調節方針において誘導目標とするコールレート（無担保翌日物）から日本銀行が定める数値（スプレッド）を差し引いた数値とし<sup>4)</sup>、0.1%という金利が適用された。この制度は元々2008年10月の金融政策決定会合において金融不安に対して流動性を潤沢に供給しながら、マクロ経済情勢を踏まえた金利水準を金融政策の必要に基づいて設定することを可能にする臨時的措置として導入されたものであり、実施期間がさらに延長されていたものであった。補完当座預金制度は、補完貸付制度とともに、翌日物金利の過度の上昇・下落を防ぐ機能を果たすとされた。コールレートの上限は補完貸付制度の基準貸付利率0.3%によって画され、下限は補完当座預金制度の利率0.1%によって画される。例えば、補完当座預金制度のもとでは、コールレートが0.1%よりも低い場合、市場参加者は、市場で調達した資金を日本銀行当座預金に預け入れ、0.1%の利回りを受け取ることによって収益を得るという裁定取引が起こる。その結果、日本銀行による潤沢な資金供給によってコールレートは低下するが、その一方で補完当座預金制度がコールレートの下限を画すので、潤沢な資金供給を行うなかでも市場取引のインセンティブを残し、短期金融市場の機能の維持がなされるという<sup>5)</sup>。日本銀行は、「0.1%の当座預金の付利金利と、0～0.1%程度の金利誘導目標の下で、金融緩和と政策の効果は最大限発揮される」<sup>6)</sup>と述べている。

次に「資産買入等の基金」の創設についてである。上述のように政策金利を変更したとはいえ、政策金利（無担保翌日物のコールレート）は包括的緩和と政策以前から引き下げ余地はほとんどなく、引き下げようにも限界があったので、その変更は「0.1%程度」から「0～0.1%程度」へという小幅なものに止まり、ほとんど違いがないものであった。となると、金融政策によって金融緩和の効果を受けようとするならば、論理的に残されている途は、長めの市場金利の低下と各種リスク・プレミアムの縮小を促す以外ないというふうに日本銀行は判断した<sup>7)</sup>。この長めの市場金利の低下と各種リスク・プレミアムの縮小を促す目的で創設されたのが、「資産買入等の基金」であった。長期金利はリスクフリーの国債の長期金利については短期金利にターム・プレミアムが上乗せされて形成され、そして社債や株式のリスク資産についてはさらにその上に各々のリスク・プレミアムが上乗せされ、形成されると考えられるので、日本銀行は長めの金利を低下させるために長期国債を買い入れ、これに加えてリスク資産のリスク・プレミアムの低下させるために社債、CPそしてETF（指数連動型上場投資信託受益権）、J-REIT（不動産投資法人投資口）などを買い入れようとしたのである。これらを買い入れる役割を担うのが、「資産買入等の基金」である。「資産買入等の基金」は共通担保資金供給オペを含め様々な金融商品が一括りにされているが<sup>8)</sup>、中身としてはこのように長期国債などのいわゆる「リスクフリー資産」と、ETF（指数連動型上場投資信託受益権）、J-REIT（不動産投資法人投資口）や社債、CPなどのいわゆる「リスク資産」などから構成されている。これらの買入は

ゼロ金利政策や量的緩和政策においては基本的には行われてこなかったものである。例えば、長期国債については、ゼロ金利政策においては長期国債の買切りオペを増やすということは行われなかった。「長期国債の買切りオペを増額させることと日銀引受ということとは効果は同じであり、これは財政節度を失うことにもなる。常識を逸したものだということは他の国の中央銀行も同じ考えだろうし、1947年入行なので、戦後のハイパーインフレを経験しており、そういうことをしてはいけない」と当時の速水日本銀行総裁は述べている。量的緩和政策においては長期国債の買切りの増額は行われているが、それは量の目標額まで資金が供給できない場合（応札額がオファー額に届かない、いわゆる「札割れ」）の対策として長期国債の買い切りオペの増額が位置づけられていたにすぎなかったし、また「銀行券ルール」の範囲の中での長期国債の買入であった。これに対して包括的緩和政策は、長期国債の買入を「銀行券ルール」の枠外でも実施する。もっとも、「資産買入等の基金」により買入される長期国債の残存期間は、当初、1～2年程度と比較的短めのものであった。日本銀行は長期国債の買入に際して、財政ファイナンスと誤解されることを防ぐため、発行後ほどない銘柄を対象とはしない方針を従来からとっていることを意識としてのことと思われる。他方、社債そして株式や不動産の「リスク資産」の買入について言えば、これも包括的緩和政策以前には見られないものであった。確かに2002年11月から2004年9月までにおいて日本銀行による金融機関保有株式の買入れが行われているが、それはあくまで「金融システムの安定」のためという名目で行われ、「金融政策」として行われたものとはされていなかった。

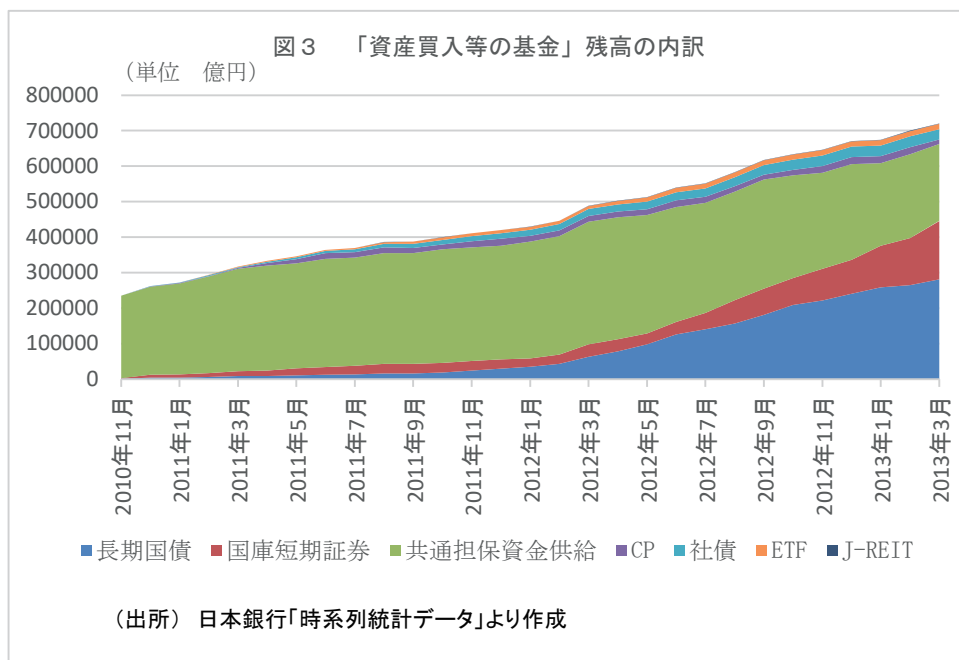
「資産買入等の基金」は過去に例のない「異例の措置」なので、日本銀行のバランスシート上において「基金」という項目で別管理とされた。この「資産買入等の基金」こそが、包括的緩和政策の「目玉政策」であって、実際、規模において日本銀行の資金供給の中心をなしたのは、この「資産買入等の基金」であった（図2、図3参照）。



最後に「中長期的な物価安定の理解」に基づく時間軸（フォーワードガイダンス）の明確化についてである。実質ゼロ金利が続くということをあらかじめ明確に約束し、そこから金融緩和効果が生まれることを期待したものである。実質ゼロ金利政策を継続していく期間は、「中長期的な物価安定の理解」に基づき、



物価の安定が展望できる情勢になるまで、としている。また、その際、副作用を十分見極める必要があるとの判断から、但し書きとして「金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、問題が生じないこと」という文言が付与され、バブル予防策も意識された。



## (2) 包括的緩和政策の基本的性格

以上が包括的緩和政策の中身として公表されているものであるが、これらの根底にある経済学的な意味を明らかにすることによって、包括的緩和政策の基本的な性格を析出したいと思う。

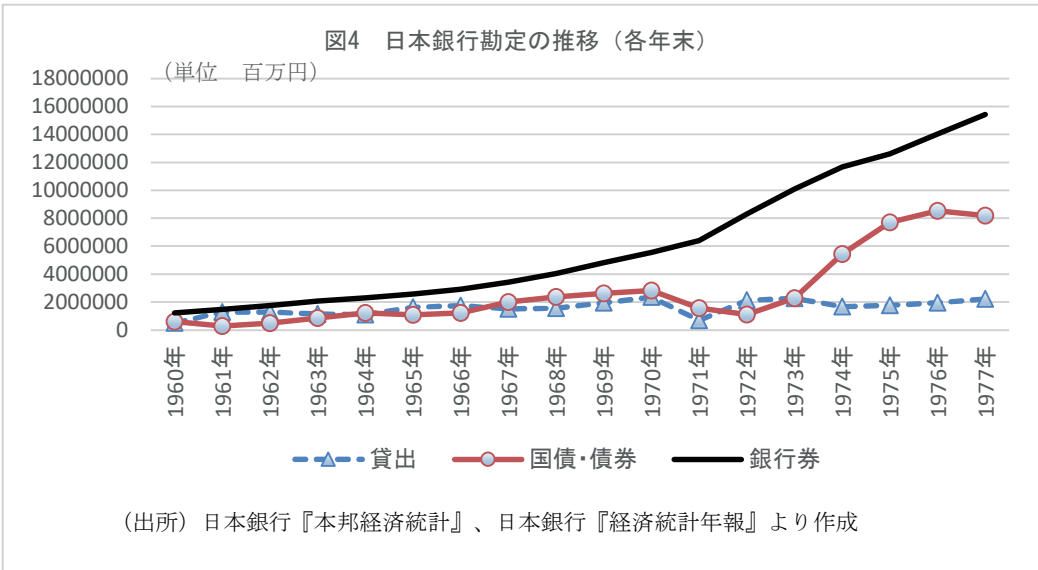
既に論じたように、日本銀行の非伝統的金融政策の基本的性格は、伝統的金融政策とは異なり、次の2つの点に大きな特徴がある。すなわち、①実体経済の需要を超える資金供給を日本銀行が行うということ、②資産価格（株式価格など）を買い支えるということ、の2点である<sup>9)</sup>。

一連の非伝統的金融政策に共通したこうした基本的性格を有しながらも、包括的緩和政策は過去の非伝統的金融政策（ゼロ金利政策、量的緩和政策）と比較した場合、次のような点に特徴がある。すなわち、一つはゼロ金利政策や量的緩和政策に比べて実体経済の需要を超える資金供給という性格がより強いという点であり、もう一つは資産価格の買い支えるということを正式な「金融政策」の一環として位置づけ、より積極的に行った、という点である。以下、①の面および②の面についてそれぞれ見ていこう。

まず、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についてであるが、包括的緩和政策は過去のゼロ金利政策や量的緩和政策と比較してその度合いが強い。

伝統的に日本銀行は実体経済の需要に基づいて資金供給を行ってきた。これが伝統的金融政策の基本的性格であり、それは1960年代の新金融調節方式が導入された際も変わらなかった。経済成長の低下を財政政策で補うための国債の発行の増額が常態化していくが、これを市中だけでは消化しきれないので、日本銀行がその穴埋めをする必要が政府から要望される。しかし、それではこの国債の買入れ分は他の諸条件が同じならば不換銀行券の過剰発行につながる。そこで、日本銀行が国債買入によって市中に流入させる資金の分だけ、経済成長に必要な現金通貨（「成長通貨」）を本来供給していた日本銀行貸出を減らすこ

と、すなわち日本銀行の国債買入によって市中に流入する資金を成長通貨として活用しようということが、この新金融調節方式の意義である（図4 参照）。



かつてのような日銀貸出という形で成長通貨の供給であれば、それが「貸出」である以上、実体経済において不要になった銀行券は「返済」という形で自動的に日本銀行に還流してくるが、新金融調節方式のように、国債の買切りという方法によってそれを代替する場合、実体経済における資金の必要量と国債の償還期間とは必ずしも一致するとは限らない。日本銀行は資金の過不足を金融機関などからデータを日々集めて予想しながら金融市場調節を行っており、経済規模の拡大による銀行券需要に合わせて長期国債の買切りを日本銀行は行ってきた（銀行券需要は趨勢的に増加し、長期的なものとなるので、長期国債の買切りによって対応している）。それゆえ、長期国債の買切り額の増減は、銀行券の増減量に対応させて行われてきたのである。

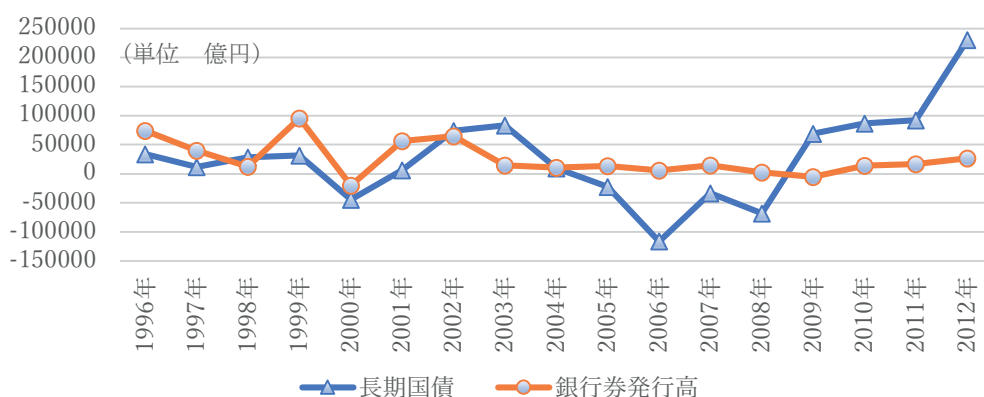
1999年以降、日本銀行はこうした伝統的な金融政策とは異なる一連の非伝統的金融政策を採用していくことになり、実体経済の需要を超える資金供給の実現を外的に半ば強制されるようになるが、それでも一定の自制を設けてきた。1999年のゼロ金利政策においては主として資金供給の増額要求には短期国債の買切りにより応え、長期国債の買切りの増額を否定していた。2001年からの量的緩和政策においては長期国債の買切りオペの増額に乗り出さざるをえなくなったのであるが、「銀行券ルール」という自主ルールを設け、無制限な資金供給を行うことを避ける歯止めを設けていた。周知のように、銀行券ルールとは、日銀が保有する長期国債残高について銀行券発行高を上限とするというルールである。日本銀行は上述のように従来から経済活動の拡大に伴う長期的な銀行券の増加トレンドとほぼ見合うようにして長期国債の買い切りオペを行ってきたが、こうしたこれまでの伝統的なフローでの考え方からストックの考え方へ、すなわち残高ベースでの考え方へ変更することで、資金供給の増額要求に応えつつも、際限のない資金供給に歯止めをかけようとしたのであった。また、量的緩和政策において、長期買い切りオペは量（日銀当座預金）の目標達成が困難になった場合（札割れ）の対策として位置づけられていたにすぎなかった。それゆえ、量的緩和政策においては長期国債の買切り増加額が銀行券発行高の増加額を超えるという現象は起きてはいるが、しかしその超過額はそれほど大きなものではなかった。

ところが、包括的緩和政策はこれらとは様相が異なる。持続的な経済成長への復帰が実現されなかった

のは日本銀行の金融緩和政策が不十分であったことが原因であるという日銀批判の高まりの中で、日本銀行はより強力な金融政策の実現を求められたからである。より潤沢な資金供給という外的要求と節度ある金融政策の実現という中央銀行としての理念の狭間で登場してきたのが、包括的緩和政策であった。实体经济の需要を超えてより潤沢な資金供給は行いが、それは永続的なものではなく、臨時的措置であることを強調したうえで、「資産買入等の基金」を設け、その中で長期国債の買切りを飛躍的に増額させることとした。

日本銀行によれば、包括的緩和政策においては、成長通貨の供給に関わる長期国債の買入については銀行券ルールを踏襲しながらも、それとは別枠で、長期金利の低下を目的に「資産買入等の基金」の中で長期国債（残存期間 1～2 年程度のもの）の買切りを行う、という。しかし、「基金」という形で別管理にすることにより、いくら日本銀行のバランスシートの上で成長通貨と区別されようが、両者は同じ長期国債の買入であり、实体经济に対しては、「成長通貨」の供給としての買入であろうが、「基金」による買入であろうが違いはなく、同じ意味をもつ。というのも、当初、「資産買入等の基金」はあくまでも「異例」、「臨時」の措置であって、その規模も当初 35 兆円とされていたが、「資産買入等の基金」は「臨時」的なものとはならず、その後も継続的に存在し、その規模も累次にわたって拡大されたからである。また、長期国債の残存期間についても資産買取り等の基金によって買入れられる長期国債の残存期間は「1～2 年程度のもの」から「1～3 年程度のもの」へと変更され、成長通貨の供給のために買入られる長期国債の平均残存期間である「約 4～5 年程度」とあまり大きな違いがないものとなっているからである<sup>10)</sup>。「臨時」の措置あるいは「異例」の措置であるはずの「資産買入等の基金」による長期国債の買切りが常態化し、規模も大きくなったことで、長期国債の買入残高が銀行券発行残高を超えるという量的緩和政策下においても見られなかった現象が包括的緩和政策下において起こった。フローでも、量的緩和政策の時よりも長期国債の買切り増加額が銀行券発行高の増減を大きく超えることになった（図 5 参照）。以上のように、量的緩和政策に比べて包括的緩和政策は实体经济の需要を超える資金供給という点で非伝統的性格が強いのである。

図 5 銀行券発行高と長期国債買入（フロー）



（注）長期国債の買入については、包括的緩和政策下における「資産買入等の基金」による長期国債買入も含んだ数値

（出所）日本銀行『時系列データ』より作成



次に、資産価格（株式価格、不動産価格など）を買い支えるということについてである。これは、ETF や J-REIT の買入などを通じて行おうとしたものであるが、まず ETF について取り上げ、次いで J-REIT について論じることとする。

従来、日本銀行は社債や株式を担保として受け入れてきた。これは、貨幣資本の不足の中で実体経済の急速な拡大を実現しようとしたことを背景としたものであった。貨幣資本の不足のもとで急速な経済成長を実現しようとするれば、日本銀行が株式や社債などを担保として受け入れ、資金供給することが不可欠であった。戦前においては「見返品付手形」という名目で市中銀行の株式担保貸付や不動産担保貸付の資金を供給していたのであり<sup>11</sup>、また戦後においても金融債や優良な事業債などを担保として受け入れ、資金供給していたのである。

これに対して、包括的金融緩和政策における社債や株式の買い入れは性格が異なる。担保として受け入れるのか、それとも買い入れるのかという違いはあるが、従来と決定的に異なるのは貨幣資本の不足下での急速な現実資本の蓄積を実現するために行われたのではなく、現実資本の蓄積の停滞の下での過剰な貨幣資本による投機の破綻の穴埋めとして登場してきたということである。

ETF は証券取引所で取引可能な投資信託であるが、ETF はバブル期における株式投機の破綻をその登場背景としている。株価暴落は自己資本比率規制等との関連の中で株の相互持合いの中核を担ってきた市中銀行に大きな影響を与え、ひいてはわが国経済に打撃を与える。そこで政府は銀行等から持ち合い株を市場を介さずに直接時価で買い取ることで、株価の一層の下落を避けつつ、市中銀行などの株式処分を進める機関として「銀行等保有株式取得機構」を立ち上げた。「銀行等保有株式取得機構」が買い取った株式は株式相場に混乱が生じないように時間をかけて市場に放出することとされたが、その重要な一つの放出手段として位置づけられたのが ETF であった。政府は「銀行等保有株式取得機構」による買い取りでも ETF の組成ができるようにしたのであり、ここに ETF の本格的なスタートが始まる。「銀行等保有株式取得機構」は銀行等から買い取った株式をバスケットにし、ETF として少しずつ売却していく仕組みをとろうとした。放出先として重要視されたのは一般投資家である。ETF を証券取引所に上場することによって、現金化に途を開き、一般投資家による購入を促進しようとした。だが、2008 年における株式市場の不安定化を契機に、銀行等保有株式取得機構は市中売却を進められないどころか（市中売却の凍結）、株式のさらなる買取りを進めることになった（買取りの再開）。こうした乖離を補うものとして登場してきたのが、日本銀行の ETF の買入であった。投機の破綻の結果として行き場を失った株式の所有者となり、株式価格を支えることが日本銀行の金融政策に組み入れられたのである。

J-REIT についてもほぼ同様である。J-REIT は多くの投資家から集めた資金で、オフィスビルやマンションなどの不動産を購入し、その賃貸収入や売買益を投資家に分配するという投資信託の一種であるが、これも過剰な貨幣資本の投機的活動、すなわち「バブル」の破綻を登場背景としている。バブル期において過剰な貨幣資本は銀行貸出等を梃子としながら投機利益を求め、不動産市場に流入したが、その破綻（不動産価格の暴落）の結果として回収の見込みのない多額の企業の負債や銀行の不良債権を生んだ。こうした負債や不良債権を抱えた企業や市中銀行としては、不動産の売却によって資金を回収したいところではあるが、不動産の買い手がつかないし、あるいは買い手がついたとしても暴落した不動産価格での売却になってしまえば大きな損失が確定してしまう。そうした状況を打開するために、不良債権処理が叫ばれ出した頃の 2001 年に政府主導で登場したのが J-REIT であった。「投資信託及び投資法人に関する法律」

（「投信法」）が改正され、従来は主に有価証券となっていた投資信託の運用対象に新たに不動産等を加えて、日本版リート（J-REIT）を解禁した。企業や金融機関が抱え込んでしまった大口の不動産を現金化するために、大口の不動産市場の中に零細な短期資金の所有者である個人投資家を新たな買い手として参加

させようとしたのである。その仕組みは以下の通りである。

一般に投資信託とは、株式投資信託や債券投資信託が1960年代の証券恐慌時に誕生したことから分かるように、リスクのある金融商品に一般投資家を引き込む手段である。個人投資家は、その性格上、零細な短期資金の所有者であるがゆえに、大口のリスクのある金融商品への投資には本来向かないものである。だが、投資信託は個人投資家の零細な資金をかき集めて、ひとつのまとまった資金にし、いわゆる「資産運用のプロ」が運用するので、「まとまったお金がない」・「専門的な知識がない」・「時間がない」という個人投資家でも、「資産運用のプロ」の専門的な知識とリスク分散投資の下でリスクのある金融商品に投資ができるという謳い文句の金融商品である。J-REITはこの株式の投資信託の仕組みと基本的には同じである。すなわち、不動産市場は大口であり、多額の資金が必要である。個人投資家は、零細な短期資金の所有者というその性格上、本来、大口のリスクのある不動産市場の売買には向かないが、投資信託という形であれば零細な資金をかき集め、まとまった資金に転換し、それを「資産運用のプロ」がその専門的知識に加えて分散投資（リスクの軽減）してくれるので、専門的な知識がない個人投資家であっても、大口の不動産市場の売買を通して利益が得られる、というのである。

このように J-REIT は株式投資信託などと仕組みは基本的に同じなのだが、これに少し応用を加えている。というのも、不動産は株式などとは違って流動性が低いからである。投資家の解約要求に応じて、随時、購入した不動産を臨機応変に売却したりすることは困難なので、もし解約が出た場合には現金支払いに応じられない。だからこそ J-REIT は解約には応じない「クローズドエンド型」となっているわけだが、これでは零細な短期資金の所有者である個人投資家を動員できない。個人投資家の資金は零細であり、いずれは使うであろう短期性の資金である以上、いつでも現金化（資金回収）できるということが求められるからである。そこで J-REIT は証券取引所に上場することによって、他者に転売し、資金回収できる途を個人投資家に開いているのである（短期資金をリレー形式でつなぐことによって長期資金化を図っている）。2003年には投資信託へ J-REIT を組み入れることが解禁され、さらなる個人投資家の資金の動員が図られた。J-REIT における投資信託の保有割合（投資口数）の調査は2014年に初めて実施されるが、それによれば投資信託の割合は全体の1/3を超えるまでになっており、「個人・その他」も含めると、50%近くにも達する。このようにして限られた市場参加者しかいなかった大口の不動産市場に零細資金の所有者である個人投資家を新たに参入させれば、不動産の買い手がつくだけでなく、需要者の登場によって不動産価格が上昇する可能性が開かれる、という構想である。

では、投資する不動産の選定を行ったり、不動産をどのような条件で賃貸するのかなどの重要事項を実質的に決定するのは誰かという点、それは「資産運用会社」であり、実質的にはその大株主（「スポンサー企業」）である不動産会社、建設（住宅メーカー）、金融機関、ホテル業界である。これらはバブル期に不動産投機を行った業界であり、これらの企業が「スポンサー企業」として投資物件の供給や賃貸の条件、資金調達において決定的な役割を果たす。それゆえ、個人投資家との利益相反が生じうることになる。J-REIT は元本保証ではないし、分配金も保証されたものではなく、破綻もあり得る。企業や金融機関が抱え込んだ不動産をより有利な条件で現金化すること、言い換えると不動産に関わるリスクを個人投資家に転嫁することが J-REIT にまずもって課せられた歴史的役割であった。

投資家から集めた資金だけでなく、銀行などからの借入資金も使って、すなわち「レバレッジ」を効かせて投資をするので、借入金利よりも「不動産利回り」が高ければ、投資家は「不動産利回り」よりも高い分配金を得ることができ、儲けられるという謳い文句でスタートした J-REIT ではあったが、不況や金融危機によって不動産価格や賃貸収入が低下したり、借入金利が上昇したりすると、かなり危なくなる。実際、サブプライムローンに端を発したアメリカ発の金融危機においても、2008年10月には東証 REIT 指数が最

安値を付けるなど、J-REIT 市場が低迷し、2010 年 2 月以降には救済型の合併がみられた。J-REIT の買入を通じて不動産所有の担い手となり、不動産価格を買い支えることが日本銀行の金融政策に組み込まれたのは、まさにこうした時期であった。

### 3. 包括的緩和政策の効果

#### (1) 景気浮揚効果

では、こうした基本的特徴を有する包括的緩和政策の効果はどうだったのかについて次にみてみよう。まず、銀行貸出についてであるが、中央銀行からの資金供給量を増やし、金利の引き下げを図って金融緩和を行う場合、その効果が実体経済の浮揚につながるシナリオとしては理論的に次のようなことが一般に想定されている。すなわち、「中央銀行からの資金供給の量を巨額にすれば、コール市場で市中銀行が資金調達する際のコストであるコールレートが低下する。コール市場は市中銀行が信用創造を行う場合の現金準備の過不足を調整する市場なので、コールレートが低下すれば、市中銀行の貸出金利が低下し、また貸出の対象先をこれまでよりも広げることができる。また、市中銀行から借入する企業も資金調達コスト（市中銀行の貸出金利）が低下すれば、企業の利潤率と市中銀行からの借入金利との差額が拡大し、企業の自己資本利益率が上昇するので、銀行借入をして事業拡大を図った方が有利な環境となる。こうして中央銀行からの資金供給量を増やせば、市中銀行の貸出が増加し、景気の浮揚につながる」、というのである。

しかし、現実是这样したシナリオ通りにはなっていない、というのが実態である。確かに日本銀行からの資金供給を今まで以上に増やし、コールレートを低下させ、(図 6 参照)、市中銀行の貸出金利を低下させたが、それにもかかわらず市中銀行の貸出は増えなかった。日本銀行は市中銀行の貸出増加を支援するための資金供給である「貸出増加支援資金供給」という制度も設けており、市中銀行の希望に応じてその全額を低利・長期で無制限に資金供給する仕組みとなっているが、それにもかかわらずこうした状況を打開するものになっていない。このことを企業サイドからみると、市中銀行からの借入金利が低下したことで、市中銀行からの借入を増やして規模拡大を図った方が有利な環境になっているにもかかわらず、設備投資をはじめとした事業の拡大は生じていないのである(図 7 参照)。このように中央銀行を頂点とした信用制度によって実体経済に働きかけても、実体経済は上向いていない。

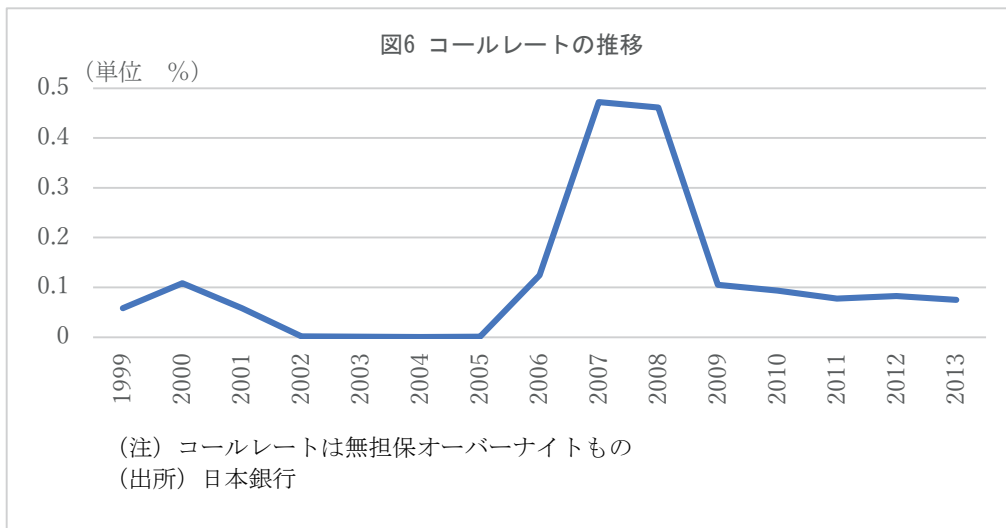
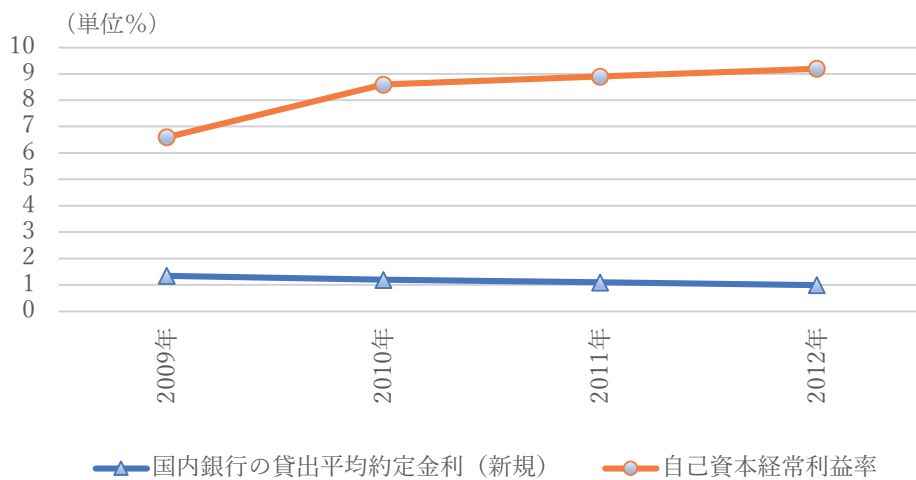


図7 国内銀行の貸出金利と企業の利潤率の推移



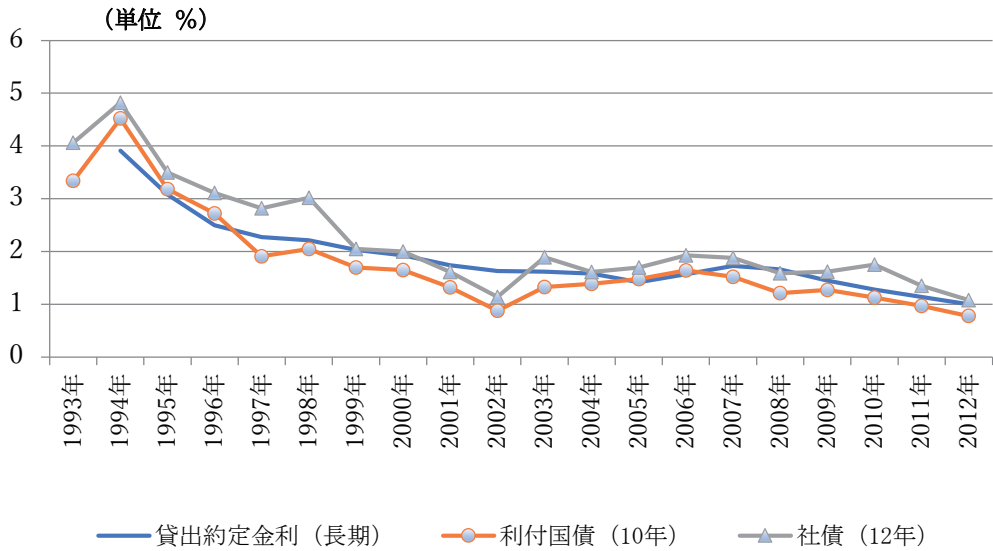
(注) 自己資本経常利益率は、金融保険業を除く。

(出所) 財務省「法人企業統計調査」および『財政金融統計月報』より作成

このことは、包括的緩和政策の「目玉政策」である「資産買入等の基金」に着目しても同様である。「資産買入等の基金」によって社債や株式などの買入を行い、リスク・プレミアムを低下させることによって、企業の資金調達コストを低下させ、事業拡大を促すとされていた。では、社債や株式の実際の動向についてそれぞれみてみよう。社債金利はいわゆる「リスクフリー」の長期国債の金利にリスク・プレミアムを上乗せした形で形成されるといわれるので、包括的緩和政策では社債の買入によってリスク・プレミアムを縮小させ、企業の社債による資金調達を容易にし、事業拡大を促すことが意図された。確かに、包括的緩和政策の社債の買入により、リスク・プレミアムが縮小され、社債の金利は長期国債の金利とほぼ変わらない水準にまで低下している（図8参照）。このことは、企業サイドからみれば、社債の発行によって長期資金の調達をし、事業を拡大する好機のように見える。しかし、こうした有利な状況にもかかわらず、実際には企業の社債発行は増加しておらず、低水準である（図9参照）。では、株式の場合はどうか。これも社債の場合とほぼ同じ状況である。日本銀行のETFの買入を通じて株式の買切りが行われ（図10参照）、株式のリスク・プレミアムの縮小、株価の上昇が僅かながら起こっているが、株式による資金調達は低水準である（図11参照）。それどころか、企業では自己株式の償却や金庫株の取得がなされ、上場株式数は停滞している（図12参照）。

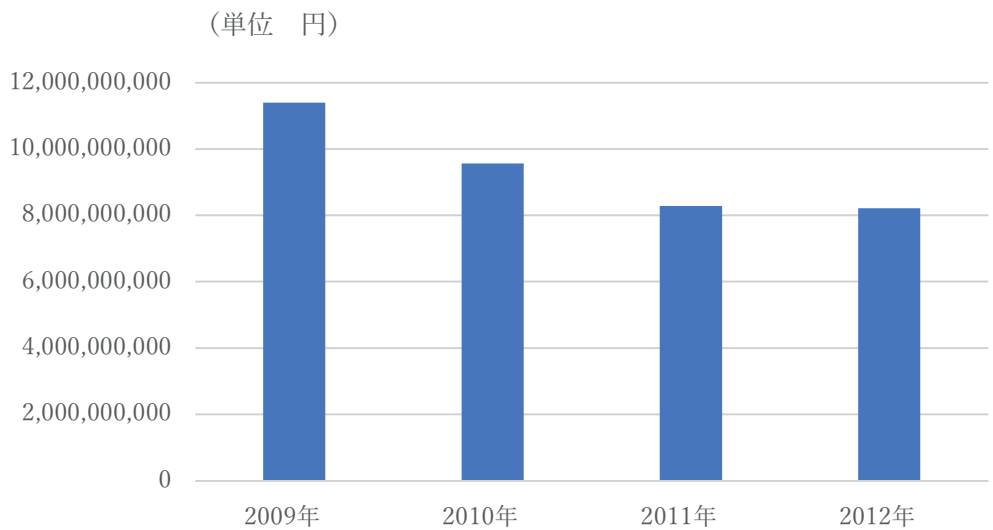
以上みてきたように、ゼロ金利政策や量的緩和政策の時以上に日本銀行からの資金供給の量や範囲を拡大したにもかかわらず、市中銀行の貸出や企業の社債や株式による資金調達は増加していないし、実体経済すなわち景気の持続的拡大も生じていない、というのが包括的緩和政策の現実である（図13参照）。日本銀行から資金供給量を増やせば実体経済（現実資本）は上向くはずだとしてゼロ金利政策や量的緩和策以上に日本銀行からの資金供給を増やした包括的緩和政策ではあるが、そうした包括的緩和政策が証明したのは、信用制度からいくら働きかけを行っても実体経済は上向かないという、ゼロ金利政策や量的緩和策の時に示されたものと同様の事実であった。

図8 長期金利の推移



（出所）日本銀行『金融経済統計年報』より作成

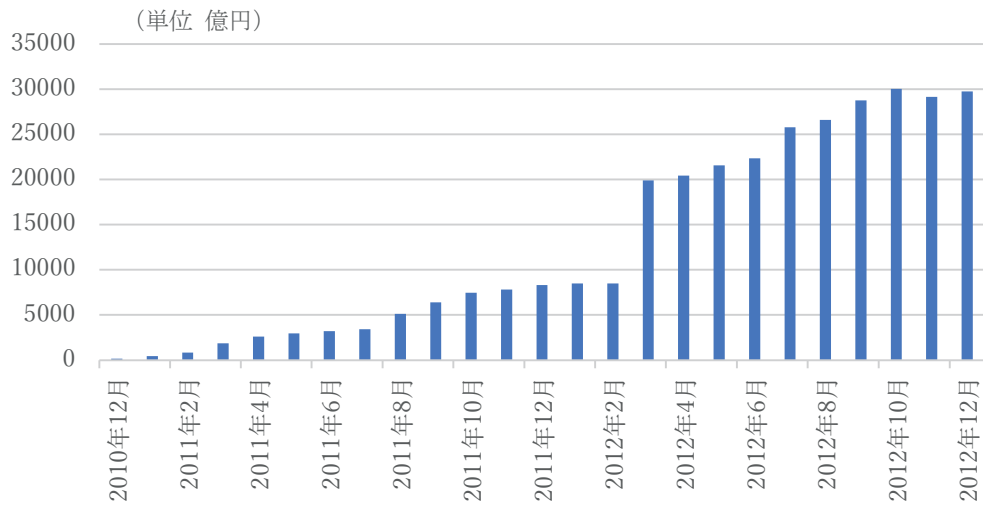
図9 普通社債の発行額



（出所）日本証券業協会「公社債の発行額・償還額等」より作成

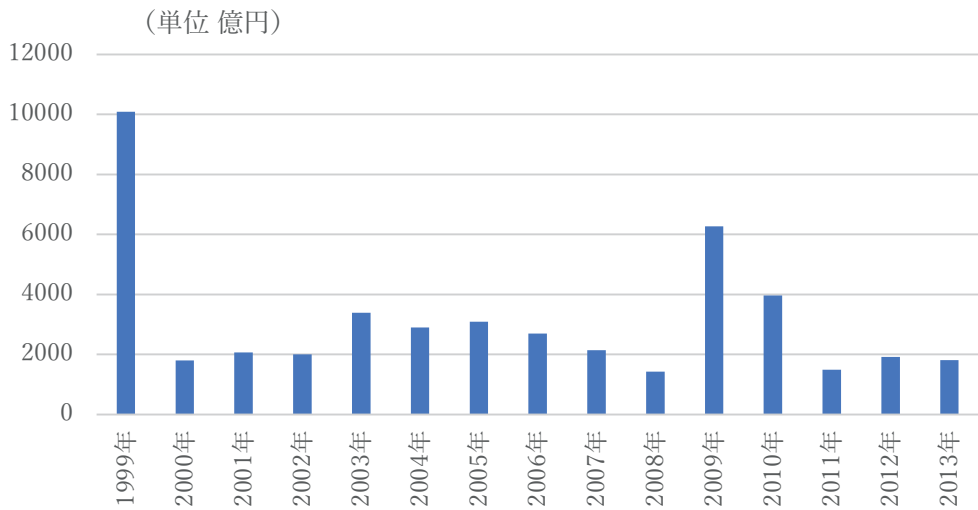


図10 日本銀行のETF買入



(出所) 日本銀行『日本銀行統計年報』より作成

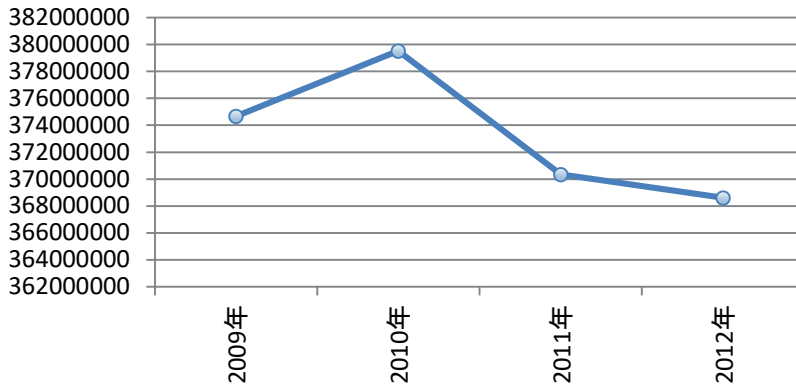
図11 日本における株式による資金調達額



(注) 全国証券取引所上場会社

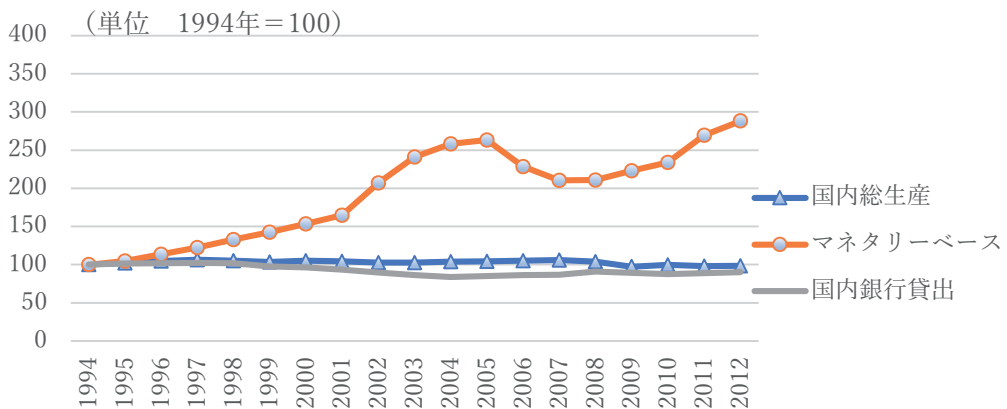
(出所) 東京証券取引所グループ『東証要覧』より作成

図12 国内上場株式数



（出所）日本取引所グループ「統計月報」より作成

図13 日本のマネタリーベース、銀行貸出、国内総生産の推移



（出所）日本銀行「金融経済統計月報」および内閣府「国民経済計算」より作成

## （2）信用制度と実体経済の理論的關係

では、中央銀行を頂点とした信用制度によって実体経済にどれだけ働きかけても、実体経済が上向かないというこの現実をどのようにみるべきなのか。言い換えれば、信用制度と実体経済（現実資本）とはどのような関係にあるのか。

中央銀行からの資金供給を増やせば景気は良くなると考える金融を重視した経済理論は、中央銀行の資金供給量や利子率などの信用制度こそが企業の投資などの実体経済の動向を規定するもの（原因）だという立場に少なからず立っている。しかし、信用制度は実体経済の拡大を規定する「原因」ではない。実体経済の拡大を可能にする「条件」をなしているにすぎないのであって、それゆえに信用制度が体経済にいくら働きかけても、実体経済の拡大をもたらさない局面が生じうることになる。

中央銀行からの資金供給を増やせば景気は良くなるという金融を重視した経済理論がもし正しいのであ

れば、借り入れ可能な資金が潤沢に供給され、金利の低下が実現し、企業における本業での利益率と借入金利との差が拡大しているのだから、資金を借り入れて規模拡大を図った方が企業にとっては有利であり、企業の規模拡大、すなわち経済成長が実際に生じてよいはずである。しかし実際にはそうっていない。

さらに言えば、日本銀行からの資金供給の量を拡大し、金利を低下させても、実体経済の持続的な成長が実現しないという事態は、何も 1999 年以降の非伝統的金融政策の下で初めて起こったことではなく、非伝統的な金融政策が採用される以前から、さらに言えば戦前から度々見られていた現象である。戦前も、日本銀行から低利な資金供給を行っていたが、絶えず不況に直面していたし、また容易に不況から立ち直ることができなかった。

そうだとすれば、包括的緩和政策が持続的な経済成長の実現という効果を発揮しなかった原因は日本銀行の資金供給の量や範囲の不十分さにあるのではなく、そもそも金融政策というものの持つ一般的な限界、さらに言えば信用制度自体の限界としてとらえる方が自然であると思われる。

企業の投資や規模拡大などの動向は、日本銀行からの資金供給や市中銀行の利率などの信用制度によって規定されるのではなく、再生産過程が新たな現実資本を受容できるか否かによって、端的に言えば労働者に代表される国内の家計の所得（賃金）によって規定される。というのも、資本制の生産様式は以下のような社会的総資本の再生産過程の基本原理によって規定されているからである。

資本制の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）とからなるが、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ならない社会的総資本の再生過程は円滑に進行しないということである<sup>12)</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先の社会的総資本の再生産が円滑に進むため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、資本制の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。

確かに中央銀行の金融政策は実体経済の拡大（現実資本の蓄積）を促進しうる面をもってはいる。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、近代的な金融制度（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もつ<sup>13)</sup>。それがゆえに資本制的生産様式は遊休貨幣資本を集中し、それを貸し付ける市中銀行制度、さらには銀行券を独占的に発行する中央銀行制度を生み出した。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、日本銀行の果たしてき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、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。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。逆に言えば、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なければ、いくら中央銀行や市中銀行が貸出などの資金供給をしようとしても、実体経済には入って行かない。

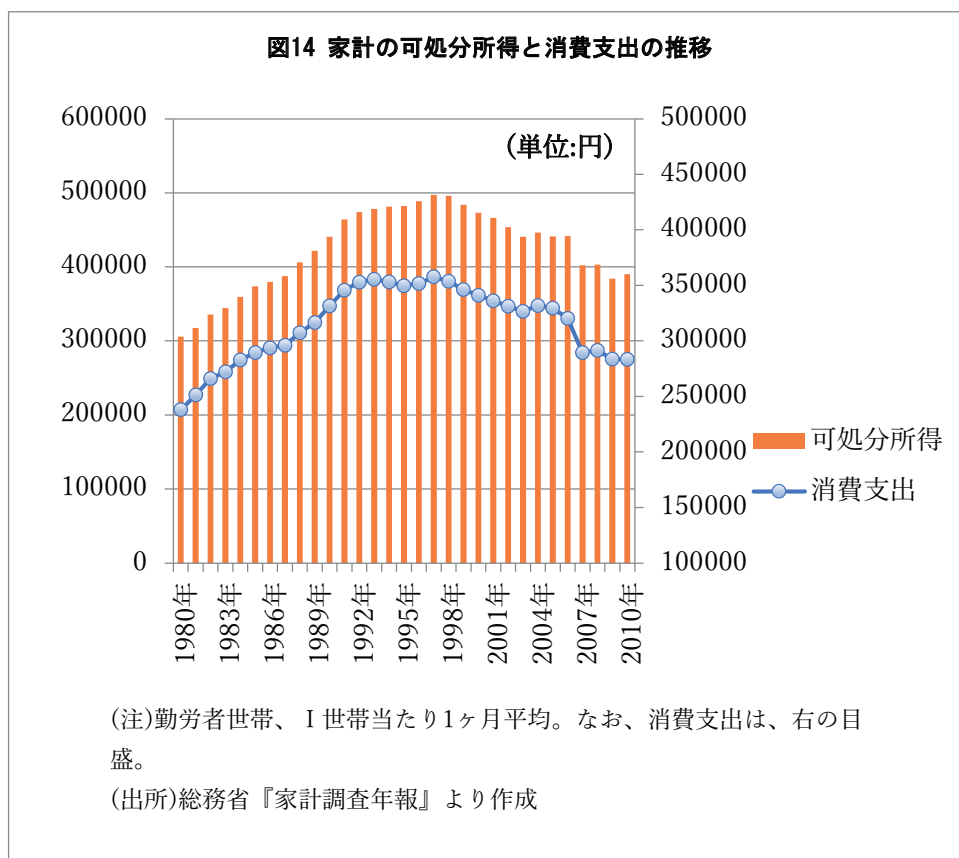
また、中央銀行を頂点とする信用制度が実体経済の拡大（現実資本の蓄積）を強力に促進する条件を提供するということは、それと同時にその反転（不況）の条件を形成せざるをえない。その反転によって再生産過程が新たなる現実資本を受容できなくなった場合は、中央銀行がいくら資金供給を行おうとしても、実体経済は上向かない。これは信用制度によって極限まで拡大された生産が消費との均衡を回復させるうえで必要不可欠な過程なのである。

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単なる「条件」にすぎない以上、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し、実体経済も拡大しない。信用制度が時に実体経済の拡大（現実資本の蓄積）を促進し、時にその効果を失うのは、このように信用制度が実体経済の拡大（現実資本の蓄積）の「原因」ではなく、「条件」だからであって、これが信用制度の限界であり、金融政策や信用制度が万能ではない理由である。信用制度は実体経済（現実資本）から生み出され、派生した上部構造にすぎず、実体経済の拡大を規定するのは信用制度ではなく、労働者の消費支出である。

このことを近年のわが国の場合に引き付けて言うならば、わが国の経済が持続的な回復軌道に乗らなかったのは、日本銀行の金融政策の内容、すなわち資金供給の量や範囲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（生産資本や商品資本）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はなく、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。日米貿易摩擦を契機としたプラザ合意による円高によって潜在的に進行していた企業のグローバル化

（国内の工場を閉鎖しての海外への工場移転、逆輸入等）がバブル崩壊以降大きく顕在化したことを背景に、家計の消費支出を支える賃金が「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>14)</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 14 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。



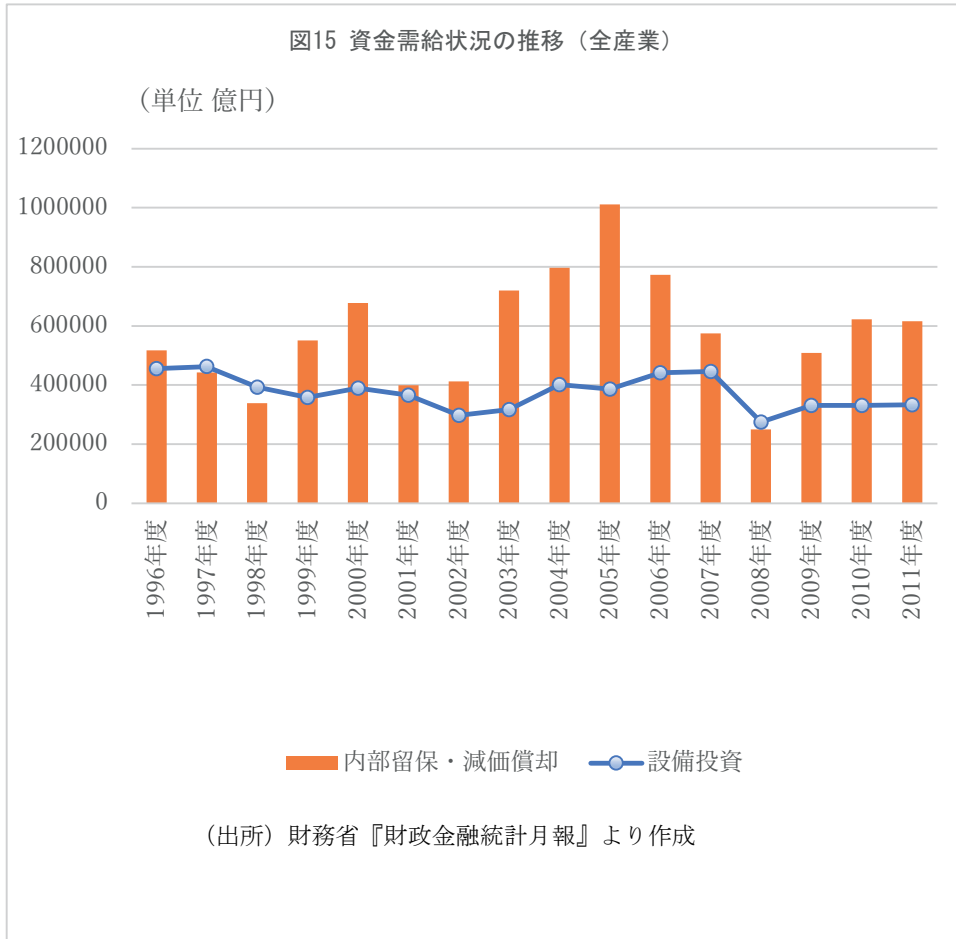
2000 年代に入ると、この国内の家計消費の減少を一時的かつ部分的に補うものが登場しはする。それは輸出である。しかし、この輸出という需要は世界的な信用バブルに支えられたもので、2008 年に崩壊する。

これにより、再びわが国は需要の不足という事態に追い込まれていくことになったのである。輸出は外国の経済状況に左右される面があり、国内の家計消費支出と異なり、外的要因である。日本経済の内部に根拠を持ったものでない以上、輸出によって景気が一時的に持ち直すことはあっても、景気の持続的な成長軌道は描けない。包括的緩和政策下における日本経済が直面したのは、こうした現実であった。

輸出という緩和要因を失って、国内の家計の消費支出が景気を支えるものとして期待されるところではあるが、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る以上、企業の投資は手控えざるを得な

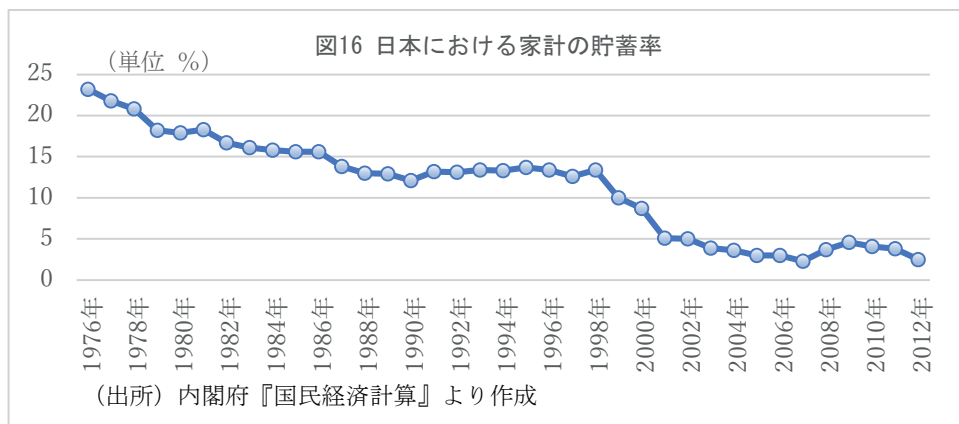


い。企業の国内での必要な設備投資は内部留保や減価償却積立金などの内部の資金で賄える範囲になっており、外部からの資金調達（銀行借入、株式、社債など）に依存する必要性はなくなっている（図 15 参照）。



それゆえ、日本銀行が企業の資金調達コストを下げるために銀行借入、株式、社債などの金利全般をいくら引き下げても、企業の設備投資は増大せず、景気が回復するということはないのである。企業は基本的に実体経済拡大のための資金調達の必要性がないので、日本銀行がマネタリーベースを増やしたり、あるいは資金調達コストを下げたりしても、あまり意味がない。これが中小零細企業、とりわけ大企業の海外工場移転により下請けを切られた中小零細製造業者あるいは労働者の賃金抑制による消費の減退の直撃を受ける中小零細小売業・宿泊業となると、事態はより深刻である。筆者は、岐阜県の小規模事業所における東日本大震災の影響調査を行ったことがあるが、震災発生以前から売り上げが長期にわたって減少を続けた結果、資金繰りが悪化しており、「いくら潤沢に低利かつ長期で、しかも信用保証付きで融資が受けられると言われても、これ以上は借りられない」という状況となっている<sup>15)</sup>。

金融緩和の継続を約束するフォーワードガイダンスを明確化すれば、各経済主体の後ろ向きのマインドを改善でき、金融緩和の効果を浸透させることができるという説もあるが、上述したように不況は経済主体のマインドの問題ではない。例えば、家計は不況マインドの中で将来への不安から消費を先延ばししているとも言われるが、実際はそうではなく、貯蓄率を低下させながら消費をしており、それでも十分な消費ができていないという状況である（図 16 参照）。



このように包括的緩和政策が効果を発揮しなかったのは、包括的緩和政策の限界というよりは、金融政策というものがそもそも一般的に有している限界、さらに言えば信用制度の限界によるものである。

### (3) 包括的緩和政策がもたらしたもの

日本銀行の供給するマネタリーベースは流通現金と日銀当座預金からなるので、マネタリーベースは広義の流通手段（流通手段と支払手段）と蓄蔵貨幣の合計ということになる。日本銀行から供給された資金は实体经济の拡大に向かわない以上、流通過程の外で蓄蔵貨幣となる。日本銀行当座預金のうち超過準備がこれに該当する。日本銀行が市中銀行に供給した資金の大部分は、实体经济の拡大すなわち新しい富の生産に用いられることなく、「超過準備」として日本銀行当座預金に退蔵され、大きく積み上がる結果となった。量的緩和政策の時以上に日本銀行からの資金供給の量を増やしたが、やはり増えたのは新しい富を生むことには使われることのないこうした「超過準備」だけであった。2012年時点で見ると、超過準備の額は量的緩和政策の時のそれを超えており、法定準備の約3倍の規模に膨れ上がっている（図17参照）。突き詰めて言えば、日本銀行から供給する資金の量が少ないからだめなのではないのだから、日本銀行からの資金量を増加させても無駄だということである。

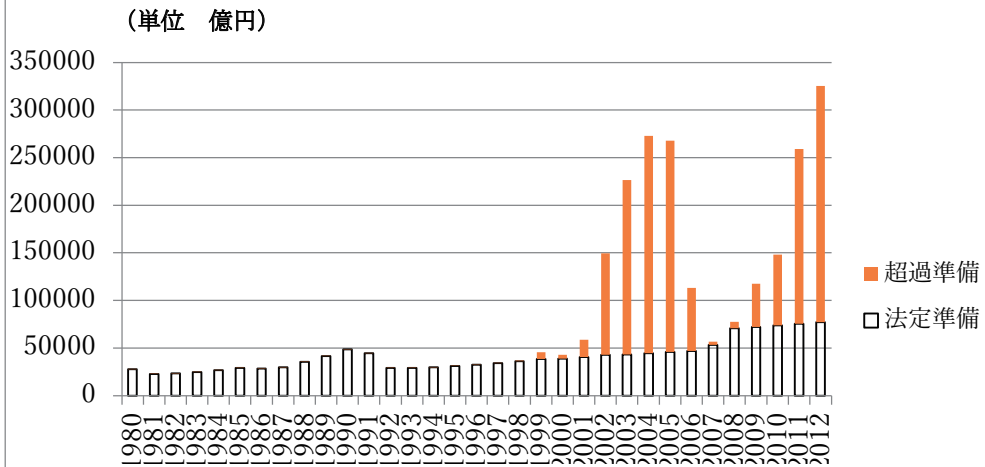
他方、日本銀行が資金供給する際、主に国債の買入によってそれを行っているが、政府の新規国債の発行額と日本銀行の長期国債の買入れ額とがほぼ等しくなっている（図18参照）。日本銀行の金融市場調節は、銀行券要因と財政等要因を加味しながら行われるが、資金過不足の状況を見ると、銀行券要因（これはおおそ实体经济における資金需要に対応している）ではなく財政等要因から生じる資金不足が顕著であり、日本銀行の金融市場調節がこれを穴埋めしている形になっており、日本銀行からの資金供給は政府の財政赤字の補填（財政ファイナンス）の様相が強くなっている<sup>16</sup>。

次に、ETFおよびJ-REITの買入についてみてみよう。

株式の売買代金（内国株、東証一部）に対する日本銀行のETFの買入額の比率をみると、その比率は約0.4%にとどまり、株価の引き上げ効果は限定的であるが、日本銀行のETFの買入額は2012年時点において「銀行等保有株式取得機構」の株式保有額（時価）とほぼ同額の規模にまで達している。日本銀行のETFを通じた株式の買入は、日本銀行が自らリスクを負い、それらを買収することによって企業の経営支配権の維持などに貢献している面が強いと思われる。

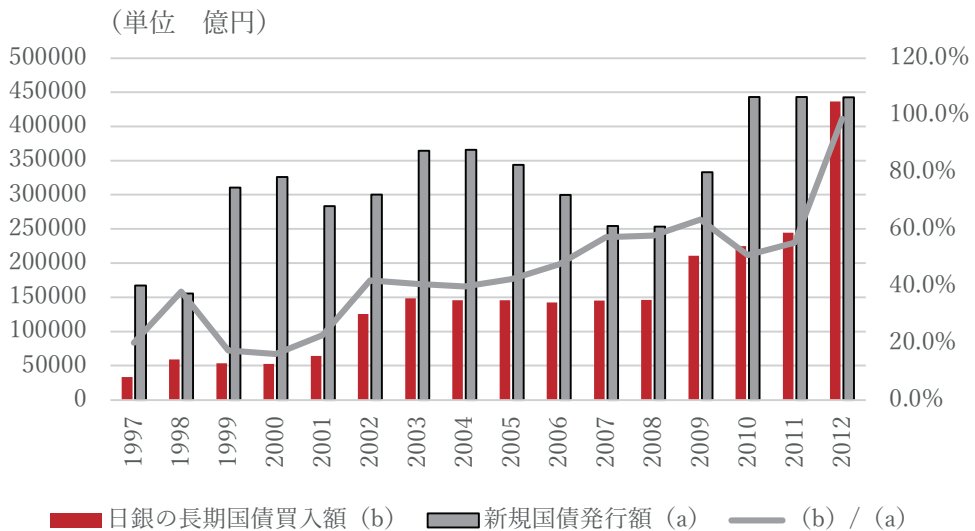
他方、日本銀行のJ-REITについていえば、REITの純資産総額に対する日本銀行によるJ-REITの買入の比率は2012年時点において約1.6%となっていて、不動産価格の下支えに一定の効果があつたと思われる（図19参照）。

図17 準備預金制度適用先の法定準備と超過準備の推移



(出所) 日本銀行『金融経済統計月報』より作成

図18 新規国債発行額と日銀の長期国債買入額の推移



(注) 新規国債とは、建設国債と特例国債の合計。

(出所) 財務省『国債等関係諸資料』より作成

図 19 REIT 純資産と日本銀行による J-REIT 買入額の推移

	REIT の純資産総額 (単位 百万円)	日本銀行による J-REIT 買入 (単位 百万円)
2003 年	708819	－
2004 年	1106212	－
2005 年	1893651	－
2006 年	2953862	－
2007 年	3591024	－
2008 年	3840507	－
2009 年	3873312	－
2010 年	3881280	2200
2011 年	4021149	64500
(出所)『東証要覧』および『日本銀行統計』より作成		

## おわりにかえて

本稿は、信用制度および日本銀行の伝統的金融政策の基本的性格踏まえつつ、包括的緩和政策の基本的性格と限界について論じてきた。包括的緩和政策は日本銀行からの資金供給の量や範囲をゼロ金利政策や量的緩和政策の時よりも拡大させたものであったが、そうした包括的緩和政策が証明したのは、信用制度からいくら働きかけを行っても実体経済は上向かないという、ゼロ金利政策や量的緩和政策の時に示されたものと同様の事実であった。

従来の研究においても包括的緩和政策の景気浮揚効果についての限界は示されてきたところではあるが、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。信用制度が時に実体経済の拡大（現実資本の蓄積）を促す効果をもちながらも、また他面では実体経済の拡大（現実資本の蓄積）を促進する効果もちえないう局面がある以上、信用制度と実体経済とはどのような関連にあるのかということをもっと理論的に明らかにしたうえで、非伝統的金融政策について論じるべきである。

信用制度は実体経済の拡大（現実資本の蓄積）の「原因」ではなく、「条件」にすぎない以上、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い局面においては銀行貸出は増加しないし、実体経済も拡大しない。信用制度が時に実体経済の拡大（現実資本の蓄積）を促進し、時にその効果を失うのは、このためである。したがって、包括的緩和政策が景気浮揚効果を発揮しなかったのは、包括的緩和政策における日本銀行の資金の量や範囲に問題があったからではなく、金融政策一般、さらにいえば信用制度それ自体の限界によるものとみるべきである。包括的緩和政策が効果を発揮したのは、むしろ過剰な貨幣資本の投機の破綻の穴埋めとしての役割の方であったように思われる。

しかし、包括的緩和政策が喧伝された程の景気浮揚効果を発揮しなかった原因が、信用制度それ自体の限界ではなく、資金供給の量と範囲の不十分さにあると引き続きされたことから、非伝統的金融政策のさらなる深掘りが追求され、この後に量的・質的緩和政策（異次元の金融政策）が登場してくる。この点については、今後の研究課題としたいと思う。

## 注

- <sup>1</sup>）白川方明『中央銀行－セントラルバンカーの経験した39年－』東洋経済新報社、2018年10月、381および532ページ、参照。
- <sup>2</sup>）日本銀行「総裁記者会見要旨」2010年10月6日、8ページ、参照。
- <sup>3</sup>）日本銀行「総裁記者会見要旨」2010年10月6日、3ページ。
- <sup>4</sup>）日本銀行「補完当座預金制度の概要」2008年10月
- <sup>5</sup>）日本銀行金融市場局「2011年度の金融市場調節」2012年5月、11ページ。
- <sup>6</sup>）日本銀行「総裁記者会見要旨」2010年10月6日、3ページ。
- <sup>7</sup>）日本銀行「総裁記者会見要旨」2010年10月6日、2ページ。
- <sup>8</sup>）共通担保資金供給オペとは、金融機関等から差し入れられた共通担保を裏付けとして、オペ対象先である金融機関等に対して資金を貸し付けるオペである。日本銀行では、国債をはじめとする公的債務に加えて、社債・CPといった幅広い民間企業債務を、担保としての確な資産として選定している（適格担保）。金融機関は適格担保を「共通担保」として差し入れることにより、日本銀行から、その担保価値の範囲内で、共通担保資金供給オペなどの諸取引に基づく与信を受けることができる（日本銀行金融市場局「2011年度金融市場調節」2012年5月、49ページ）。
- <sup>9</sup>）佐藤俊幸「日本銀行の非伝統的金融政策と金融制度（信用制度）－ゼロ金利政策および量的緩和政策－」『岐阜協立大学論集』第58巻第1号、2-3ページ、参照。
- <sup>10</sup>）日本銀行金融市場局「2011年度金融市場調節」2012年5月、41ページ、参照。
- <sup>11</sup>）佐藤俊幸「戦前のわが国の金融制度（信用制度）の国際的特徴」『岐阜協立大学論集』第57巻第2号、32ページ、参照。
- <sup>12</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>13</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>14</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>15</sup>）佐藤俊幸「岐阜県における東日本大震災の影響と金融支援の問題点～非製造業小規模事業所を中心に～」岐阜経済大学地域経済研究所『地域経済』第31集、2012年3月、24-25ページ、参照。
- <sup>16</sup>）国債管理政策と日銀の超低金利政策と関連付けて、国債費の分析をした優れた研究として、町田俊彦「国債費の分析」地方自治総合研究所『自治総研』第551号、2024年9月号、がある。