

### 1. インフレ目標論の背後にある論理の検討

インフレ目標論は、中央銀行は設定した目標を達成する手段を持っていることを前提として主張される。その論理は・インフレもデフレも貨幣的現象である、・中央銀行は貨幣量を直接に操作可能である、の2点を根拠としている。まず・について検討する。これは、a) 中央銀行はベ・スマネ・(中央銀行当座預金と中央銀行券)の量を決定できる。b)ベ・スマネ・の乗数倍のマネ・サプライが実現する(信用乗数による信用創造論)から構成される。しかしこの理論はゼロ金利政策の3年間に、需要のないところで買いオペ拡大しても、札割れが発生する。かりにベ・スマネ・の供給量拡大に成功しても、ポ・トフォリオ・リバランスによるマネ・サプライの増加は生じなかったことによって誤り、ないし限界(資金需要の存在を前提)のあることが証明された。ではマネ・サプライの増加はどう説明されるべきか。企業の経済活動の中で資金需要があり、これに銀行が信用創造で貸し応じることで預金(=預金通貨)と貸出が同時に増加する。銀行部門からの現金通貨の漏れとインターバンク決済の増加が中央銀行預金(準備)需要に反映し、これに対して中央銀行がアコモデ・トする。中央銀行の信用創造であり、準備は後から求められるのである。もちろん、中央銀行は短期金融市場金利を操作して準備需要が発生する原因となる、出発点の銀行・企業間の信用創造活動に影響を与える。これが金融政策である。

次に・の点を検討しよう。結果(MV=PT)の観点からみれば、MとP &/or Tは関係しているが、それが因果関係か否かが問題である。Mの動きが実態経済の状況に依存しているのは、企業の資金需要の原因を考えれば明らかである。景気上昇であれ外生的ショックであれ物価上昇要因があれば、企業の仕入れ資金需要は大きくなる。これに銀行が応じ、金融政策がそれを放置するようなアコモデ・ションを行うことからインフレは現実のものとなる。他方物価、生産活動が低迷していれば企業の資金需要も増えず、銀行の信用創造活動も低迷する。このことが引き締めと緩和で金融政策の効果が非対称になり、またインフレ目標が、インフレ抑制には有効であるが、物価押し上げには無効である理由である。

### 2. インフレ目標論の具体策の検討

例えばバ・ナンケはヘリコプタ・マネ・のばらまきの現実版として、国債の日銀引受発行による減税を提唱する(三木谷、ポ・ゼン編：日本の金融危機)。しかしこれは日銀に財政政策を行わせようとするものであり、また日銀券を政府紙幣化しようとするものである。このような政策は日本の政策運営への信頼を失墜させるであろう。

### 3. 日銀の当座預金目標政策の問題点

01.3.19 以来の政策は、99年9月の「当面の金融政策運営に関する考え方」(量的緩和は札割れを招くのみ、為替相場目標は不可)を自ら覆し、量的緩和論への妥協・屈伏である。

この政策の下で発生した最大の問題点は短期金融市場の機能不全である(加藤出: 日銀は死んだのか)。量的目標自体が現実には青天井化している。逆説的にいえば、量的緩和論の無意味さを立証する壮大な実験であったが、買い切りオペ拡大が、事実上の国債の日銀引受になっていく危険性を孕んでいる。

(質問と回答)

野下保利(国土館大学) 報告では、中央銀行政策において、・準備調整と・金利調整とがあるが、・のチャンネルは銀行の準備需要に事後的にアコモデ-トするだけである。したがってインフレタ-ゲットによる政策は効果をもたらさないと主張された。しかし金利調整を行うためにもインタ-バンク市場で需給調整を行わなければならない、金利調整が銀行行動に影響を及ぼすとすれば、準備調整も同様の効果をもつと言えるのではないか。

(回答)

準備調整は常にアコモデ-ションである。しかしその仕振りが金利を誘導目標に導くのである。このことは日本独特のことではなく、連邦準備制度、ECBに共通である。このようなことが可能なのは中央銀行が準備調整において、独占的立場にあるからである。もし市場金利が誘導目標より高くなりそうであれば、中央銀行は多めの資金供給を行う姿勢を示せばよく、逆は逆である。質問が準備調整といわれるのは、ベ-スマネ-の供給量を指しているのであろうが、準備需要を上回る供給を行えば立ちどころに市場金利はゼロになることはゼロ金利政策により実証済である。またそれ以上を供給しようとするれば「札割れ」が発生する。「量的緩和策」以降、日銀当座の過大供給が実現しているのは、「市場の死」(=日銀自体が市場となっている)というより大きな弊害を伴ったことであるがそれによる景気浮揚効果は何もないのが実情である。

内藤純一(名古屋大学) 中央銀行の独立性とは何か。世の中の議論には堂々巡りの混乱があるような気がしてなりません。司法の独立のような憲法上の要請ではなく、物価の安定を含め、経済政策運営の基本的責任は内閣に帰属していることは明らかです。その上で政策運営の一部を日銀に委ねつつ、その最終的(政治的)責任は内閣がとるのが現在の法制(おそらく先進各国すべて)なのです。であるとすれば、ますます日銀自身の責任のとり方とは何かを明確化することが(インフレ・タ-ゲットもその方策の一つ)今後の中心的課題であるべきです。

(回答)

貴見は内閣法制局の、日本銀行は行政の一部という見解を当然のこととして、展開されているように思います。しかし私は日銀の行為が行政（権力の行使）であるとは考えておりません（法学者の中にも日銀＝行政に異論を持つ方もると聞いています）

責任のとり方の明確化ということは必要だと思いますが、出来ない課題を与えることには意味がないだけでなく、弊害があるということも、私の報告は主張したつもりです。

安井修二（尾道大学） マクロ経済のパフォーマンスとの関連で日銀の金融政策を検証すべきである。1990年代の長い不況の中で目立ったのは、財務省（旧大蔵省）および議員と日銀当局の間の相互批判であり、協力のなさであった。デフレ脱却のための財政政策と金融政策の協力について、日本の事例は嘆かわしいものであったので、その観点からこのパネルの「日銀の金融政策の基本的考え方」もとりあげていただきたい。

(回答)

「不毛の相互批判」「協力のなさ」といわれるが、どちらがどちらに協力すべきかが問題である。このような議論は暗黙のうちに日銀が政府に協力すべきだということを前提にしていることが多い。しかし「政治的」行動をとらざるを得ない政府に対して、無原則的な協力（従属）をしたことが、政策を誤らせたという反省の上に「中央銀行の独立性」が世界的課題となったことを忘れてはならない。

ご質問は「政策」によって経済の状況は操作できるはずだということを前提にしているように思えるが、経済政策にも限界があると考えべきではないか。金融政策について言えば、金利を引き下げることによって、経済主体の投資行動、消費行動を活性化させる環境をつくることはできる、そして現にそれを行ってきた。しかし経済主体の行動はこれら以外の条件によっても規定されるので、そのような政策が直ちに効果をあげなくてもやむをえないと考える。

以上