

白川 方明 著

『現代の金融政策 ー理論と実際ー』

(日本経済新聞出版社、2008年3月)

霧島 和孝

2008年4月に第30代日本銀行総裁に就任した白川方明氏による著書である。白川氏は日本銀行に30年以上在籍した後、2006年7月に京都大学大学院教授に転じ、総裁就任直前までの1年半ばかりで400ページを超える本書を書き上げた。

“ねじれ国会”の与野党対立の中で総裁候補が相次いで参議院での同意を得られず混乱を極め、最後に白川方明京大教授に白羽の矢が立った。図らずも、現役の中央銀行総裁が金融政策に対する自らの考え方を世に問うという所信表明の役割を本書は果たす形となった。本書の最も大きな特徴は、金融政策の理論・実証・実務の三つがバランスよく目配りされている点である。「金融政策に関する代表的な理論家であるウッドフォード（コロンビア大学）の言葉を借りると、理論と実務の間には比較的最近まで『奇妙な分離』が存在していた。」という問題意識から発し、それらの統合を目指したのが本書だと言えよう。

“奇妙な分離”の代表例として、金融政策運営の出発点をめぐる論点が挙げられている。中央銀行の実際の金融政策運営が短期金利の変更を出発点としているのに対し、マクロ経済学や金融論の多くの教科書ではマネーサプライ等の量を出発点とした説明がなされてきたと指摘している。最近でこそ専門的な学術誌でも短期金利を出発点とした分析も増え、中央銀行の実際の金融政策運営と学界との間のギャップは徐々に解消されつつあるが、完全な解消には至っておらず、金融政策をめぐる議論の混乱の一因となっているとの懸念を表明している。

ならば、なぜ日本銀行は2001年1月から2006年3月まで量的緩和政策を採用したのかという疑問に対し

ては、足元のオーバーナイト金利が限りなくゼロに接近したゼロ金利制約下での異例の政策であったと、当時の政策担当者の1人でありながら消極的な見解を明らかにしている。また、量的緩和政策の景気・物価に対する刺激効果という点では中心的な効果は時間軸効果であり、量の拡大はほとんど効果を発揮しなかった。むしろ、量的緩和政策の枠組み、特に消費者物価上昇率（除く生鮮）の前年比が安定的にゼロ%以上になるまで量的緩和政策の枠組みを継続するという約束や潤沢な資金供給は、金融市場や金融システムの安定に貢献したものの、逆に短期市場の機能低下や将来のモラルハザードの発生など資源配分機能の低下という副作用を伴ったとの厳しい判断を示している。

本書では、最近の理論の発展と実際の経験の両方を意識して、望ましい金融政策に関し三つの原則が掲げられている。①政策金利の変更は物価の安定を通じて持続的な成長を実現するという目的に応じて判断する。②政策金利の変更は徐々に小幅で行う方が望ましいが、経済情勢が急激に変化するときには、政策金利も短期間に大幅に変更する。③政策金利の変更は幅を持った均衡値（ベンチマーク）を意識して評価する。確かに、理論と実務の統合に裏打ちされた大原則と言えよう。明確な原則の下で金融政策が運営されれば、国民の納得も中央銀行としての独立性も得られやすい。

しかし、本書が執筆された平時と異なり、経済・金融の状況は大きく様変わりしている。2008年9月15日の米投資銀行大手のリーマン・ブラザーズの経営破たんを契機に、世界経済は第2次大戦後最悪の金融危機に陥っている。そうした非常時に対する処方箋に関

する記述が本書に十分盛り込まれているかとなることや心もとない。例えば、日本のバブル崩壊後の金融政策の評価である。バブル崩壊後の日本の短期金利の動きは、有力なベンチマークの一つであるテイラー・ルールと整合的であり、その他の論点を勘案しても妥当であったと日銀を擁護する姿勢に終始しているだけの感もある。また、デフレ脱却のためのインフレーションターゲットイングについても、中央銀行の言葉がどのようなメカニズムで物価上昇につながるか説得力のある説明がないと切り捨てるだけにとどまっている。

本書は狭義の金融政策にとどまることなくプルーデンス政策を含む広義の金融政策を、歴史、制度比較、実証分析を踏まえ、理論的にかつ実務的視点も交えて論じた堂々たる著作である。ただし、非常時での具体的な危機対応策にまで踏み込んでいないという点で、敢えて未完の大著と考えたい。実際、白川日銀は厳しい経済・金融危機を克服するために次々と政策を打ち出し始めている。リーマン・ショック後の2008年10月31日には政策金利を0.5%から0.3%に、さらに12月19日には0.1%へと引き下げた。量的緩和策の拡充と長期金利の引き下げを狙って、長期国債の買入れ額を2008年12月に月1兆2千億円から1兆4千億円に増額した後、2009年3月には現状では限界とも見なされる1兆8千億円まで拡大した。企業金融の円滑化に向けては、企業からCPや社債を直接買い入れることを決定した。また、銀行の自己資本充実策としては、銀行向け劣後ローン供与の検討に入った。「100年に一度」とも言われる難局にあたって、本書では十分触れられなかった政策にまで白川日銀は模索を始めている。経済・金融危機の克服をもって本書が完結したものとなることを期待したい。