

2002年12月25日

関西社会経済研究所資料

記者発表資料

02 - 14

最近の金融政策と日本銀行のあり方

2002年12月

関西社会経済研究所 金融政策・デフレ対策研究会

最近の金融政策と日本銀行のあり方

日本経済の長年にわたる閉塞状態、デフレの深刻化という体たらくの原因の一端は、本来、マクロの経済運営の任にあたる政府・日銀の政策が失敗し、または不十分であったからではないか、という論議がよくなされる。事実、景気・デフレ対策に対する経済界の見方は、かなり厳しい。特に、巨額債務を抱えて財政出動がままならない中、日銀を中心とした金融政策の果たすべき役割に相当な期待が寄せられている一方、現実の政策運営に対しても、色々と批判がなされている。

多くの識者が指摘するように、金融政策の果たすべき役割は、質的にも量的にも、一段と重みを増し、その政策の適否が、過去に比べて経済の帰趨に、より大きな影響を与えるようになった。このような認識を踏まえ、金融政策の現状を評価し、そのあるべき方向と、その中核を担う日銀のありかたについて論じた。

第1章では、これまでの金融政策を検証するとともに、今後の方向性を論じ（主に宮尾龍蔵が担当）、第2章では、デフレ克服と企業収益力強化に資する政策パッケージと、金融再生・企業再生に向けた諸施策の評価・重要ポイントについて検討を加えた（主に前者は宮尾龍蔵が、後者は四塚朋子が担当）。続いて、第3章では、金融政策の決定の体制や日銀と政府の関係について論じるとともに（主に北坂真一が担当）、最後に第4章で、近年、中央銀行の役割が著しく増大していることを受けて、そのトップを務める者の資質とスタッフの人材育成について検討した（主に地主敏樹が担当）。

関西社会経済研究所 金融政策・デフレ対策研究会

(主査： 跡田直澄・慶應義塾大学商学部教授)

幹事： 北坂真一・同志社大学経済学部教授)

目 次

研究報告・提言の要旨	4
第1章 これまでの金融政策の評価と今後の方向性	7
1．これまでの金融政策の評価	7
2．今後の方向性	8
第2章 デフレ克服・企業収益力強化への政策パッケージと 金融再生・企業再生に向けた諸施策のポイント	11
1．基本認識：日本の構造デフレのメカニズム	11
2．デフレ克服・企業収益力強化へ向けた政策パッケージ	11
3．金融再生・企業再生へ向けた諸施策の評価と重要ポイント	13
第3章 金融政策の決定の体制、日銀と政府の関係について	18
1．政策機能を高める必要性	18
2．政府・財務省・金融庁との協調・役割分担の必要性	19
3．金融政策と信用秩序維持政策との連携の強化、透明性の向上	21
4．外部機関によるレビューの必要性	22
第4章 中央銀行総裁の資質	24
1．信認を得られる人	24
2．信認に必要な資質	25
3．金融政策に関する人材の育成	28
「金融政策・デフレ対策研究会」委員名簿	30
「金融政策・デフレ対策研究会」研究活動の状況	31

研究報告・提言の要旨

1. 従前の金融政策の評価と今後の方向性、デフレ克服と金融・企業の再生

(1) 最近の日銀の政策効果

一定の景気下支え効果はもたらしたが、それ以上の持続的な景気浮揚・デフレ解消にはつながっていない。銀行保有株買取りは、「禁じ手」に踏み切ることで、政府による本格処理を促した。

(2) 現在のデフレ対策論議の評価と今後の金融政策の役割

無制限の国債買いオペは必ずインフレを起こすが、政府・日銀に対する信認の喪失につながる。また、大規模な株式投資信託・土地投資信託の購入は、資産価格の短期的下支えというPKOに過ぎない。円安誘導も、従前の為替変動の延長程度に止まる限りは、輸出への効果も小さくなく、逆に大がかりな誘導となれば、国際協調面で深刻な政治問題等を招く。金融政策単独での対応には限界があり、今後も量的緩和の継続、適切な銀行保有株買取りとともに、考査情報の提供などによる政府との連携強化によって、不良債権処理を後押しすべきである。

(3) デフレ克服と企業収益力強化への政策パッケージ、金融再生・企業再生に向けた諸施策の評価とポイント

デフレは、基本的には企業の構造問題である。その克服に向けた政策(優先度順)は、1) 銀行・企業の再生、2) 活性化に向けた大胆な恒久減税(特に法人税率引下げ)、3) 金融緩和の継続である。就中、再生の実行については、総理の政治決断が不可欠である。

産業再生機構が成功するためには、対象企業の厳格な選別が重要であり、スタッフには実務に長けた「目利きのプロ」が是非とも必要である。報酬面でも十分なインセンティブを与える等の措置が欠かせない。

再生ファンドが受け皿として機能するには、年金基金担当者などへの投資教育が重要であるとともに、企業再生過程での不採算事業からの撤退や雇用調整を含めた抜本的な対応が避けられない。再生途上では不採算事業の延命策を講じるよりも、可能な限りの迅速な回復策を施す方が、結果的にはマクロの期待形成のプラス転換と雇用の改善を早める。政府には、常に着地点を示して国民の理解と合意を求める姿勢が必要である。無税償却について、一部で間接償却(引当て)と直接償却(切離し)とが混同されたまま議論されている。引当てのみに終わらないよう、完全な切離しへのインセンティブを高める方向での議論が必要である。

「貸渋り・貸はがし」が問題となるが、中小企業金融を新たな収益機会と認識し対応を始めた銀行もある。産業銀行業務は既に供給過剰にあり、各銀行は、横並びではない収益強化の将来ビジョンを描くべきである。

2. 日銀による金融政策の決定体制の改革

金融政策は非常に難しい局面にある。政策機能の一層の向上と政策委員会による政策決定能力のさらなる強化、そのための金融政策論議の充実に向け、改革案を次の通り提案する。

政策機能を高めるため、各審議委員に研究・調査のための独自スタッフを数名ずつ割当て、各審議委員をリーダーとする政策研究チームを作る。政府・財務省・金融庁との協調・役割分担を明確にするために、合同の調査・研究の場を設ける。また、弊害の大きい政府委員の議決延期請求権は廃止する。

金融政策と信用秩序維持政策との連携の強化と透明性の向上のために、現在の「金融政策決定会合」と「通常会合」という形式を改め、「政策決定会合」と「業務・組織運営会合」に変更する。

日銀の政策・運営をチェックするために、外部の機関や内外の研究者により、日銀の政策や経済見通し、組織の運営など全般にわたり、定期的な外部評価を行う。

3. 中央銀行総裁の資質

日銀の役割が増し、日銀法改正で権限も一段と強化された中、その舵を取る人材(トップとスタッフ)の資質は、かつてない程重要となっている。

(1) 総裁の資質

最も大切な条件は、信認を得られるということ。そのためには、経済全体に関する知識と中長期的な観察眼、大局観、歴史的パースペクティブ(例: グリーンスパン= ビジネスエコノミスト出身)

金融市場に関する知識と短期的な対応力(例: マーチン)、金融システム全般に関する知識(例: ヴォルカー)

経済学の知識、あるいはその考え方に対する理解力(例: ヴォルカー、グリーンスパン)

政治の仕組みを理解していること、できればそうした駆け引きに熟達していること(例: マーチン、ヴォルカー、グリーンスパン)

当然、全てを兼ね備えた人など滅多にいないが、これらの要件のうち多くを満たした人が、適任者として成功する可能性が高い。

(2) 金融政策の人材育成

人材育成面はアメリカに比べて相当劣る。これを是正するため、産・官・学の人材交流の促進が、非常に大切である(アメリカでは、連銀は、圧倒的な質・量のエコノミストを擁し、学界、金融界、政府への人材供給源ともなっている)。中央省庁、日銀・諸研究所においては、期限付きポストを大量に作り、やる気のある若手に研鑽の機会を与えるべきである。

第1章 これまでの金融政策の評価と今後の方向性

1. これまでの金融政策の評価

(1) 金融緩和策の経緯とマクロ経済

過去の金融政策、特に 90 年代後半以降の金融緩和策について、主要な経緯を振り返ると、超低金利政策(1995年9月、公定歩合 0.5%)、ゼロ金利政策(1999年2月、コールレート 0.15%以下へ)、ゼロ金利解除(2000年8月)を経て、量的緩和策(2001年3月、日銀当座預金残高 5 兆円)に要約できる。現在、量的緩和策の目標残高は「15~20 兆円」で、そのほぼ上限の資金が供給、超過準備は 15 兆円超の水準に達している。しかし、これほどの金融緩和にも関わらず、景気停滞とデフレは継続(2001年度の実質 GDP 成長率 マイナス 1.8%、GDP デフレーター前年比伸び率 マイナス 0.9%)、株価の低迷、地価の下落も続いている。量的緩和の開始から 1 年半以上が経過し、おそらく一定の下支え効果は果たしてきたと考えられるが、総じて言えば、それ以上の持続的な景気浮揚・デフレ解消にはつながっていない。

(2) 政策波及経路「トランスミッション」の評価

金融政策の主要な政策波及経路としては、実質金利、銀行信用、資産価格、為替レートそれぞれを通じた効果が理論的には期待される。しかしこれまでのところ、いずれの経路も有効に機能していない。実質金利に関しては、現実のインフレ、インフレ期待とも未発生であり、明確な低下は見られない。銀行貸出についても、不良債権の償却やバランスシート圧縮の必要性から、逆に減少が続いている。株価、為替レートに関しては、量的緩和策によって一時的な下支え効果あるいは円安が観察されたが、それも長続きしなかった。いずれの波及経路も十分機能しておらず、結果として、期待されるような力強い需要創出効果は得られていないのが現状である。

(3) 貨幣面からみたデフレ現象

日銀の政策とデフレの関係を概観するに当たり、日銀が影響力を与えうる貨幣数量と物価の関係を見てみよう。

その理解のために一般的にモデルとして用いられる貨幣数量説(数量方程式 $MV = PY$)によれば、貨幣の流通速度 V と実質生産 Y が一定の下で、物価水準 P は貨幣数量 M にリンクして決定される。この貨幣数量説に従えば、現在のデフレは「貨幣的現象」となるはずだが、実際は、貨幣(ベースマネーや狭義のマネーサプライ $M1$)が大量供給される中で、物価は下落している。この現象を、数量方程式の枠組みを放棄することなく整合的に解釈するには、上式を貨幣市場の需給均衡式 $M = (1/V)PY$ に変形し、流通速度すなわち貨幣の回転数 V の変化(つまり、右辺の係数 $1/V$ の変化)を考慮すればよい。右辺の係数 $(1/V)$ は、

人々の貨幣需要の強さを表す係数で、標準的な貨幣需要の理論に従えば、名目金利に依存する。現在、金利はゼロに向かって低下し続けており、貨幣保有のコスト（機会費用）が下落、人々の貨幣需要態度は強まっている（係数 $1/V$ が大きく上昇）。つまり、 M をいくら増やしても、旺盛な貨幣保蔵の結果、貨幣の回転数 V は低下し、物価 P を思うように高めることができない。むしろ V の低下幅がより大きく、物価が下落している。これが現在のデフレ状況であると解釈できる。

(4) 「銀行保有株買取り」について

銀行問題の根本対策は、本来金融庁の役割である。しかし金融庁は銀行の体力に合わせるだけで、抜本処理を先送りし続けてきた。日銀による銀行保有株買取りは、「禁じ手」に踏み切ることで非常事態の認識を示し、結果として、政府による本格処理を促した。その意義は大きいと考えられる。もちろん日銀自身の財務の健全性や政策プロセスの情報開示、また買入れ銘柄等に関する徹底した情報管理など重要な課題も多く、その遂行にはより細心の注意と高い規律が求められる。また政策目的に関しても、金融システム危機の防止という「信用秩序維持」の側面だけでなく、金融仲介機能および政策波及経路（信用チャネル）の再生というマクロ政策の側面も併せ持ち、政策目的との整合性についても詳細な説明が必要となる。禁じ手であるがゆえに、日銀はその効果や影響などより重大な説明責任を負うことを忘れてはならない。

(5) 総合評価

総需要政策・デフレ対策としての効果は、短期的な下支え効果は否定できないものの、十分に機能する波及経路が不在であり、総じて限定的と言わざるを得ないだろう。一方、銀行システム安定化・信用秩序維持の面から言えば、ゼロ金利および量的緩和策は、大量の資金供給を行うことで流動性危機や派生する銀行取付を未然に防止してきたと評価できる。また銀行保有株の買取りは、結果的に政府による不良債権の本格処理を促したという面で意義が認められるが、禁じ手である以上、細心の政策運営とより重大な説明責任が求められる。

2. 今後の方向性

(1) 非伝統的な政策手段に基づく「インフレ・物価ターゲット」

金融政策の今後の方向性としては、インフレ目標を設定した上で、非伝統的な政策手段にまで踏み込むべきであるという議論がある。その主要な政策手段は、無制限の国債買いオペ、大規模な株式投信・土地投信の購入、円安誘導、の3つが考えられる。

無制限の国債買いオペ

現在課されている上限を撤廃し、たとえば発行済み国債を全て買い上げれば、

不良債権問題などとは無関係にインフレは必ず起こるだろう。しかしそれは、政府・日銀（あるいは日銀券）に対する信用の消滅につながる危険な賭けである。政策意図としては、銀行券に対する信認を部分的に低下させ、ある一定程度のインフレ期待を人々に抱かせることであると考えられるが、それは実際には至難の技であろう。むしろ信認の喪失と目標幅を超える高インフレの発生の危険性の方がより強く懸念される。政府・中央銀行に対する信認は、一国経済にとって重要なインフラであり、それを失う場合の対価は非常に大きい。

またここで留意すべきは、無制限の国債のマネタイゼーション（貨幣化）によって起こるのは、まさに理論的には古典派の想定する貨幣の中立性、総供給曲線が垂直となる世界であるという点である。つまり貨幣供給を無制限に行い、貨幣残高を乱高下させることは、人々の貨幣錯覚を消滅させ、実体経済に何ら好影響をもたらさない。逆に、既存の実証研究が示すように、高インフレは経済活動にとってのディスティーションとなり、実体経済にとってはむしろ悪影響、経済成長の阻害要因となる。

インフレ・ターゲットに関する諸見解では、中央銀行の物価コントロール能力は、平常時であっても不確実であるという事実がよく知られている。したがって、中央銀行の信認を賭けるような非常時に物価を制御することは、さらに大きな不確実性を伴うであろう。またインフレが目標を超えた場合に金融引締めに移ると、政策効果の非対称性により、予期された以上に景気に強いブレーキがかかる可能性も懸念される。インフレ制御の困難さとあわせて、付随する実体経済への影響についても十分な注意が払われなければならない。

大規模な株式投信、土地投信の購入

日銀による株式投信や土地投信の購入は、基本的には PKO であり、企業の収益性や経済のファンダメンタルズに持続的な影響を及ぼさない。したがって効果があるとしても、資産価格に対する短期的な下支え効果に限られるだろう。現在の資産デフレは、言うまでもなく、企業部門の過剰設備や過剰供給力に起因する低収益性がその根本要因である。その基本構図が変わらない限り、日銀がいくら資産購入を行っても、持続的な株価や地価の上昇は展望できない。

円安誘導

為替レート（円安）を通じる波及経路については、純輸出の増加や輸出企業の収益増、あるいは輸入物価上昇を通じた、より直接的なデフレ阻止効果などが期待されている。円安の効果を考える際、趨勢的な円安か、為替レジームの変更（恣意的な為替政策の変更）といった非連続かつ大規模な円安誘導かで、答は異なってくる。

これまでの変動の延長線上にあるような円安の場合、過去のデータから判断する限り、大きな需要創出効果は期待できないであろう。特にプラザ合意以降、為替レートと輸出量の関係は著しく弱まっている。また企業収益に及ぼす効果

についても、輸入品を中間財として利用する企業にとっては、逆に収益の圧迫要因となり、法人企業全体で見ると、円安 収益増という明確な関係は見出せない。一般に信じられている程、円安が輸出を伸ばし、経済全体の増収に寄与して、力強い景気回復をもたらすとは考えにくい。

一方、レジームの変更を伴うような大規模な円安誘導であれば、近年のデータに基づく上記の議論は妥当しない。たとえばプラザ合意以前のような 200 円を上回る水準にコミットできれば、再び輸出ドライブによる需要創出も可能かもしれない。しかし、そのためには国際政策協調や時限の固定相場制など、相当強力な制度的枠組みが必要となる。切り下げによる隣人窮乏化も、より深刻な政治問題となり実現へのハードルは極めて高い。また円安は、交易条件の悪化を招くことから家計の実質所得は減少し、人々の厚生水準を低下させるという国民生活全般にわたるデメリットも懸念される。

(2) 今後の金融政策の役割

デフレ阻止は金融政策の重要な政策目標であるが、たとえ非伝統的な政策手段に踏み込んで、上記の議論のとおり、必ずしも確実な景気浮揚・デフレ阻止効果は期待できない。同時に、日銀への信認低下や交易条件の悪化といった一国経済全般に関わるデメリットにも留意しなければならない。金融政策単独では、やはり限界がある。

持続的な資産デフレと、それに伴う景気・物価への下押し圧力は、企業部門全般にわたるファンダメンタルズ要因、つまり非効率産業が温存され、過剰設備や過剰供給力が解消しないことから生じる企業部門の低収益性に、その根本要因がある。したがって、金融政策が果たすべき役割は、(a) 今後も十分な量的緩和を維持して銀行システム安定化を図り、(b) 適切な銀行保有株買取りの実施や、考査情報の提供など政府との連携強化によって不良債権処理を後押しする、そして根本要因である過剰供給構造の解消に側面から寄与することであると考えられる。

第2章 デフレ克服・企業収益力強化への政策パッケージと 金融再生・企業再生に向けた諸施策のポイント

1．基本認識：日本の構造デフレのメカニズム

まず基本認識として、日本のデフレ・資産デフレの発生メカニズムについて確認しておきたい。過去10年にわたって続いてきた資産デフレ(株価の低迷、地価の下落)が、景気・物価への構造的な下押し圧力となっている。持続的な資産デフレは、基本的には、企業部門全般にわたるファンダメンタルズ要因、つまり企業の低収益力によってもたらされてきたと考えられ、さらにその根底には、企業の過剰設備や過剰供給力という根本要因が存在する。そして日本経済の過剰供給構造は、銀行が非効率業種への「追い貸し」や債権放棄を行って不良企業を温存してきたことによって、その多くが維持され、恒常的な需要不足とデフレがもたらされてきた。そして現在、長引くデフレ状況が新規の不良債権を生み出し、その処理の遅れが企業の過剰供給・低収益構造の状況をいっそう悪化させるという悪循環に陥っている。

このように、日本のデフレ・資産デフレは、企業部門の過剰供給・低収益構造に根ざし、相互に強め合うという深刻な構造問題である。将来の家計所得・企業収益の向上が見通せないため、消費や投資も伸び悩み、持続的な需要創出も困難だ。

以上の基本認識に立てば、なぜこれほどまでデフレ・資産デフレが長期化するのか理解できるであろう。日本のデフレは、一義的には、企業部門全体に係る構造問題であり、相当に根深い。まずこの基本認識をしっかりと持つことが重要である。

2．デフレ克服・企業収益力強化へ向けた政策パッケージ

この基本認識から、デフレ克服策には何が必要か、自ずと明らかであろう。優先度順に、銀行・企業の再生、活性化のための恒久減税(財政での対応)、金融緩和の継続である。

銀行・企業の再生： 総理の政治決断

まずは、非効率業種を温存し続けてきた銀行部門の抜本的な建て直しが、必要不可欠である。問題債権の最終処理を本格化し、不良企業の退出を加速させて過剰供給構造の解消を図る。同時に有望な事業の再生を図り、企業部門全体の収益力を高める。現在具体化が進行中である竹中チームによる銀行再生と、産業再生機構による企業再生は、今度こそ実際の成果を出さなければならない。もとより、不良債権処理と企業の再生・清算の線引きは、困難を極める作業であり、企業の生死に関わる重大な責務を負う。しかし、これが再度先送りされれば、過剰供給・低収益構造は解消されず、今後も着実に株価・地価は下落し続ける。民間経済界も全面協力し、最終的には政治(首相)が全責任を負って

断行する。日本の構造デフレの克服には、銀行・企業の再生による収益力強化が、何よりもまず重要である。

財政での対応： 活性化に向けた大胆な恒久減税

政策パッケージとして次に重要なのは、経済活性化に焦点を当てた大胆な恒久減税、具体的には、法人税率引下げと土地取引に関する減税策である。法人税率の引下げは、企業収益力というファンダメンタルズの向上に直接貢献する。日本の実効税率 41%は、欧州諸国やアジア諸国に比べて約 5-10%高い水準にあり、グローバル競争における大きなハンデとなっている。収益力強化が資産デフレ脱却に本質的に寄与する以上、法人税引下げはデフレ克服に欠かせない。また土地税制の見直しも、地価下落に直接ブレーキをかけることが期待される。登録免許税や不動産所得税の軽減に加えて、固定資産税の軽減も行い、それらを総動員して資産デフレに少しでも歯止めをかける必要がある。

必要な財源は、増税ではなく支出削減で手当すればよい。もし現在の支出削減が困難であれば、経済活性化による将来の税収増もしくは将来の支出削減によって、長期的な中立財政を堅持することも可能である。大胆な恒久減税をためらってはならない。

金融緩和の継続

金融政策については、今後も十分な量的緩和スタンスを維持することで銀行システム不安を予防し、また銀行保有株買取りを適切に実施することで、不良債権処理・過剰供給解消を側面支援することが期待される。また、今後の銀行・企業の再生が本格化した時点で、株式投信の購入など、短期策であるがインパクトのある非伝統的手段を講じることも意味があるだろう。ただし、それ単独では単なる「株価対策」であり、効果はすぐ剥げ落ちる。むしろ日銀の信認低下というデメリットのほうが大きい。また株式投信の購入が、銀行・企業再生の更なる先送りを招くのであれば、本末転倒である。実施するのなら、あくまでも銀行・企業の再生が本格化し、資産デフレの底入れが見通せるタイミングで行うべきである。

日本のデフレ・資産デフレは、企業部門の過剰供給・低収益力に根ざす非常に根深い構造問題である。銀行部門の建て直しと企業・産業の再生を再び先送りすれば、優良企業・優良銀行までもが構造デフレの巻き添えになり、日本全体の経済力は着実に蝕まれていく。将来の家計所得・企業収益の向上が展望できなければ、消費も投資も低迷し、持続的な総需要の回復も期待できない。必要なのは、過剰供給解消と収益力強化といった「供給サイドの政策パッケージ」である。

3. 金融再生・企業再生へ向けた諸施策の評価と重要ポイント

日銀は、本年9月の銀行保有株買取りの発表に続き、10月には「不良債権問題の基本的な考え方」で、金融庁に対して実効性のある金融システム安定化策の断行を求めた。銀行の貸出資産の査定強化と引当て強化、およびこれに伴う過小資本行への公的資金注入の必要性を主張する、金融行政当局に対する事実上のイエローカードである。

相前後してまとめられた金融庁の金融再生プログラム・工程表にはDCF(割引キャッシュフロー)方式による資産査定 of 厳格化が具体的に盛り込まれ、これが今後の展開における主導律となる。

11月には、企業整理・債権回収の印象が強い整理回収機構(RCC)に替って再生業務を専門とする産業再生機構の来年度からの設置が決まり、不良債権処理の加速化が期待される。銀行側が厳しい買取り価格(=再生を念頭においた適正な時価)を前に活用を渋るのではないかと懸念する向きもあるが、資産査定 of 厳格化と特別検査の徹底、および最終処理へのインセンティブを高める税制への転換により、これを抑えることは可能である。

本節では、金融・企業の再生過程で必要な留意点を整理する。

(1) 産業再生に必要な視点

厳格な選別

産業再生機構の設置により、サブの貸し手銀行の債権が一本化されることから、特に債務の過剰ゆえに進まなかった製造業大手の再編・統合の後押しが期待される一方、建設・不動産など不振企業の存続・廃業の意思決定に関する問題が注目を集めている。

整理回収・再生の終結までのプロセスの中でも、対象企業の存続・廃業の選別が際立って困難な作業であることが予想されよう。ここでの選別が甘ければ、「再生」の分類のまま実質的には「塩漬け」の案件が山積してしまい、公的資金枠を用いて“銀行の塩漬け案件を買い取るだけでなく、追加コストをかけてケアしながらとりあえず保管する”ことにもなりかねない(いわゆるソフト・バジェット制約問題)。

また、特に建設・不動産市場は構造的な過剰供給の状態にある。対象企業が再生を経た後も、過剰供給の市場においては再び不良債権のゾーンに陥る可能性があることを十分鑑みて、再編・統合を視野に入れた選別を行うことが肝要である。

重厚長大型製造業以外の建設・不動産・流通・ノンバンクなど、いわゆる非製造業四業種では、製造業に比べて線引き(基準)が相対的に難しい可能性もある。いずれの業種にせよ、相応の目利きの人材の十分な獲得が急務である。結果の可否はそこにかかっていると云っても過言ではなく、十分なインセンティブを与えられるような報酬を提示できるかどうか焦点である。公的資金を

最も有効に活かすには、事後的にせよ、この点で国民の十分な理解を得る努力が必要である。

また、大手銀の不良債権の6割を占めると言われる中小企業向け債権については、これまでの経過においては過剰清算（＝将来のキャッシュフローより倒産させて無税償却）が発生している可能性も示唆されており、今後のプロセスでの効率的な整理・再生を推進するためにも、規模に関わらない一定の基準を徹底することが望ましいと言える。

資金還流の確保

なお、再生の目途が立てば、民間の再生ファンドに債権が売却される。この再生ファンドに十分な資金還流があるかどうかもまた、重要な問題点である。そもそも、我が国においてもバイアウト・ファンド（MBO*を行う買収ファンド）が活発に活動できる環境があれば、産業再生機構の出る幕などはなかったはずであった。我が国の企業金融において、経営陣が支配権の「防衛」手段として間接金融や株式持合いを発達させた結果、バイアウト・ファンドが育つ余地が無かったこと、そしてその環境下で代替的な役割を担うはずであったメイン・バンクがその任を果たせなかったことでこの状況を迎えたことは、記憶されるべきである。

今後の再生ファンドの活動には潤沢な資金の還流があることが前提となるが、我が国では豊富な個人資産があっても、銀行や資本市場からの還流や年金基金の参入が期待薄であることがネックになっている。年金基金の担当者などに対する徹底した投資教育も、重要な伏線となる可能性がある。

また資金の還流の不足には、有望な投資先（企業）が少な過ぎるために投資家の要求リターンに応えられないという側面もある。投資先企業の不採算部門の整理や雇用調整が難しく、再生が円滑に進まないことなどが、その障害になっていると考えられる。

労働市場の流動性向上

これまで特に建設業などは、景気変動の中で常に失業者のバッファーとして機能してきたという経緯があるがために、業界の再編・統合に伴って大量の失業者が出る可能性があり、しかも転職の難しい属性をもつ労働者集団でもある（失業率7%水準での試算は既にされているようであるが、場合によっては、それ以上の水準での失業給付の見直し、あるいは財源の手当てを早めに行うことが先行して要求されるであろう）。しかしながら、『国民生活への影響のため』として見通しのない金融支援が正当化されてきた過去の経緯（特に建設・流通分野）と同じようなロジックに流されることは、公的資金を使う以上避けなけ

* 株式の取得により企業あるいはその一部門について経営権を握り、取引先の紹介・提携相手の斡旋・不採算部門の整理などにより企業の市場価値を高めることで、最終的に利益を得る活動。

ればならず、そのためにも担当責任者に国民への説明義務を課すことが必要である。

(再教育・訓練や職業紹介などの)労働流動化策を強化しながら経済全般で多くの企業の再生が進行すれば、その途上で失職した労働者が再就職のチャンスに恵まれるまでの期間が短くなるということでもある。流動的な労働市場への脱皮は、一時的なダメージは確かに大きいですが、先の見えない延命策を徒らに続けるよりも、マクロの将来期待形成のプラス転換と雇用の改善を早めると言える。政府には、過剰にならない程度のセーフティネットを用意することと、常に着地点を示しながら国民の理解と合意を求める姿勢が不可欠である。

補論：RCCの再生基金

サブの貸し手銀行からの債権買取りを行う産業再生機構の機能を補完する形で、RCC(整理回収機構)と政策投資銀によって設立される再生基金が、メインの貸し手銀行から債権買取りを行うという枠組みが構想されている。外資を含む民間からの出資を募るファンドである以上、債権買取りは時価しかあり得ないが、(産業再生機構の)3年という短期間で再生過程において再生機構からメイン・バンクとして債権放棄を迫られる事態を回避できるうえ、資産査定厳格化の流れの中ではこれに応じる可能性が高く、最終処理(不良債権の完全な切離し)に資することが十分期待できる。

(2)税効果会計と無税償却について

税効果会計

(金融再生プログラム以前の)税効果会計に踏み込んだ先鋭的なプロジェクトチーム案が、資本市場に衝撃を与え混乱させたという見方もあるが、資本査定のあり方と銀行側の意識のあり方に国民の関心を集めたこと、幅広く議論を巻き起こしたこと、という点では評価されてもよい。少なくとも、金融行政および銀行行動に対する外部からの視線を強め、また外部からの視線に対する内部の自覚を呼び起こしたことは確実である。この案は、銀行と金融行政当局の行動に、戦略的代替性(先手プレイヤーが手を抜いても、後手のプレイヤーに協力的にそれを補おうとするインセンティブがあること。護送船団方式はその典型)が完全に消滅していることを銀行側にアナウンスしたと解釈できる。その後、株価の下落に反応して後退したものの、本来あるべき方向性は、事実上国民の共通認識となっている。不良債権処理や公的資金注入に関わる今般の一連の『減速』は、特に既存の大株主である生保などへの影響を考慮して手綱を緩めたものと思われるが、方向自体を見失わないよう粛々と進めるべきである。

税効果会計については、現実的には不良債権処理がある程度落ち着いた時点での見直しにならざるを得ないであろうが、当面、その時期・内容に関して明記せず政府側の裁量としておく(疑心暗鬼にさせておく)ことが、現時点での銀行側の最善の努力を引き出す結果に繋がり(契約における「戦略的曖昧さ」

の議論) 政府の保有する優先株の普通株への転換権行使と共に、経営努力および自己資本確保への外圧として十分に資すると考えられる。

無税償却

税効果会計の見直しとともに、無税償却の要件見直し案が浮上した。米国では無税償却の範囲が広いために税効果会計を厳格にすることができるのだから、日本でもこれを見直すべきではないか、という議論である。確かに、倒産でなければ無税償却の対象にはならないという状況では、場合によっては無税償却が企業を倒産させるインセンティブになりかねない。この意味では、再生ファンドへの売却で損金が出た場合などを含めたものに適用範囲を拡大すべきことは明らかである。ただ、償却には直接償却(切離し)と間接償却(引当て)とがある。注意すべきは、米国で言う無税償却とは直接償却で税務上も損金扱いされるものを指し、引当てならばやはり有税のままであることである。我が国での議論では、このことが理解されないまま税効果会計のコンテキストで両者が混同されている例も散見される。

これらの区別を明確にしたうえで、直接償却(完全な切離し)へのインセンティブを高める方向での税制の検討が、早急に必要である。

(3)金融仲介機能の回復について

貸渋り・貸はがし・追い貸し

近年、貸出金利が採算金利を下回る逆ザヤ化した貸出(要注意先など)の比重が大きくなり、事実上、銀行の貸出業務の収益性はほとんど無い。また、メディアでは単純に貸渋り・貸はがしが問題にされることもあるが、貸出残高の増加計画と不良債権の処理とは矛盾してしまう部分もあり、議論は錯綜しがちである。

これまでは、リスクに関係なくほとんど同じ貸出金利が適用されてきたことから、リスクに見合った適用金利の引上げが「貸はがし」と映る、という側面もある。また、事業リスクではなく担保価値によって適用金利の引上げをしている、という側面があることも否めない。

また、不良債権の膨張は、貸出に対して一般にマイナスの影響を与えているものの、建設業・不動産業などへの貸出には特に影響を与えておらず、これら非効率的な産業に対しては追い貸しがあったものと思われる。債務比率がある程度を超えてしまえば、借り手企業の清算価値が低下するため、銀行が追い貸しを行って延命させる、ないしは、借り手の再建計画や流動化を財務体力の範囲内に留めるという行動に、これまでの引当制度と緩い資産査定方法のもとでは経済合理性があったのである。

DCF方式による資産査定 of 厳格化によって、(1)引当て強化、(2)信用リスクの管理能力向上 につながる。後者の促進がリスクに見合った適正な利ザヤの確保にも寄与するのである。

中小企業金融分野のフロンティア

資本注入を受けた大手行の2001年度の貸付増加計画と増加実績を見る限り、計画をクリアしたのは、みずほ3行と住友信託のみである。根本の問題は、企業の収益見通し自体がデフレ期待で萎縮しているために資金需要が旺盛でないこと、および銀行側の事業評価能力が低いことにあると考えられ、公的資本注入に対する見返りとして貸付増加を要求することの即効性には疑問が残る。

しかしながら、今年に入り、一部で中小向け短期融資の収益機会の拡大があったとも言われる。事業評価能力を高められなかった銀行は、この機会を活用できていないが、新しい業務ビジョンを模索する大手銀の中には、評価のためのデータ蓄積などを済ませて粗い形で対応しているものもある。また、長期融資でも、ベンチャー企業向けにストック・オプションを活用した短期プライムレートでの融資や倒産企業向け融資（DIPファイナンス）など、大手銀の新たな枠組みへの参入が見られる。

このような動きについては、個々の銀行の収益機会に対する発見・発掘能力の多寡が表出しつつあるとも言えるが、追隨して横並びに同じ分野・同じ手法で収益を求めることは、供給過剰から収益性の低下に帰着するのみである。どのような分野でどのような手法を取って活路を見出すのかについて、個々の銀行の将来ビジョンが問われていることに変わりはない。

また、中小企業金融に対する後方支援として、日銀は資金供給オペの担保として ABCP（資産担保コマーシャル・ペーパー）を時限的に受け入れるなど、市中銀行の証券引受けを促進しながら、我が国の金融市場の証券化に寄与する形で企業金融の円滑化を図っている。これまで間接金融依存度が高かった中小企業も、ABCP や ABS（資産担保証券）などの証券化技術を活用すれば市場から直接資金調達することが可能であり、その発行証券の受け入れを円滑にしようという狙いである。中央銀行が企業金融の分野に踏み込むことをよしとはしない考え方もある（審議委員も全員一致ではない）。しかしながら、金融行政が過渡的な段階にある以上、その転換に協調または補完する意味で、「伝統的」「正統的」手法に囚われることなく、今後の発展が期待される方向と合い和する機動的な対処が現実的に望まれるのである。

第3章 金融政策の決定の体制、日銀と政府の関係について

ここでは金融政策を決定する組織や制度といった観点から、金融政策を担う日銀の政策決定の体制や政府との関係を中心に問題点を指摘し、その改善のための方策について述べる。

最初に、本稿での主な提案をまとめておく。

政策機能を高めるために、各審議委員に研究・調査のための独自スタッフを数名ずつ割り当て、各審議委員をリーダーとする政策研究チームを作る。政府・財務省・金融庁との協調・役割分担を明確にするために、合同の調査・研究の場を設ける。また弊害の大きい政府委員の議決延期請求権は廃止する。

金融政策と信用秩序維持政策との連携の強化と透明性の向上のために、現在の「金融政策決定会合」と「通常会合」という形式を改め、「政策決定会合」と「業務・組織運営会合」に変更する。

日銀の政策・運営をチェックするために、外部の機関や内外の研究者により、日銀の政策や経済見通し、組織の運営など全般にわたり、定期的な外部評価を行う。

1. 政策機能を高める必要性

(1) 政策委員会の機能強化を

日本経済は、バブル経済の崩壊以降10年以上にわたる傾向的な低成長を経験し、最近では物価が緩やかに下落するデフレ経済に直面している。このような状況で、日本銀行は1999年のゼロ金利政策や2001年3月の量的緩和策の採用など、相次ぐ金融緩和によって対応してきた。その評価については様々な議論があり、専門家の間でも一致した見解は得られていない。

しかし、多くの論者が日銀の金融緩和策は不十分であると指摘し、従来の金融政策の枠組みにとらわれることなく、インフレ目標政策の採用や、より一層の積極的な国債の買いオペ、大規模な株式投信・土地投信の購入、外債の購入などによる円安誘導など、非伝統的な金融政策の方法を提案している。

こうした動きに対して、日銀は様々な金融政策の方法を多面的に検討していると思われるが、その議論の中心となる政策委員会の議事録をみると、議案の提出はごく一部の委員に偏っており、そうした委員独自の提案は否決され、多くの場合、執行部の提案通りに決定されている。このようにみると、政策委員会における審議委員の主体的な政策の提案は、必ずしも活発とは言えない。

現在のところ、金融政策は非常に難しい局面に直面しており、より一層の政策機能の強化が求められている。そのためには、日銀の政策を主導して決定し、最大の責任を負う政策委員会が、十分な政策策定能力を持つ必要がある。そこでの議論が、我が国の金融政策に関して最も高度で、金融政策の論議を主導することが望ましい。

(2)各審議委員に独自の研究スタッフを

そこで、政策委員会の政策機能を高めるために、各審議委員に研究・調査のための独自のスタッフを数名ずつ割り当て、各審議委員をリーダーとする政策研究チームを作ることを提案したい。

現行では、大半の優秀な研究・調査スタッフは日銀内部の組織、金融研究所や調査統計局などに置かれており、審議委員に直属する体制にはなっていない。また、審議委員の指示でこれらのスタッフが個別に調査することはあるが、重要なことは、一人一人の委員が独自の調査・研究をもとに金融経済を見通し、かなり細部まで詰めた意見を持って政策を論じることである。そのためには、委員が独自のスタッフを持ち、その指導のもとで政策に直結する研究・調査を行う必要がある。政策から少し離れた基礎研究はもちろん重要であるが、それらは大学などに籍を置く研究者の役目であろう。

(3)スタッフは学界、金融実務、海外からも

スタッフについて、その選任は日銀内部に限らず、期限付きで学界や金融実務の世界、あるいは海外からも選ばれることが望ましい。それらの人々が内外・産官学を自在に移動することで、金融経済に関する知識が共有され、金融政策の実情が外部にも正しく理解されるとともに、政策を論じることのできる人材が多数育成されることが理想的である。

もちろん、そのような状態にすぐに移行することは難しいとしても、現行の金融研究所や調査統計局のエコノミストを数名ずつ各委員に割り当て、政策審議委員のチーム制に移行することは、すぐにでも可能と思われる。

そして、各チームごとにその時々金融経済の見通しを立て、最も有効な政策を競うように論じ、そうした中から政策の方向性を決定する、という作業が政策委員会の役割となるべきである。

2. 政府・財務省・金融庁との協調・役割分担の必要性

二つ目は、日銀と政府や財務省・金融庁などとの間で、しばしば経済状況に関する認識が一致せず、経済政策の混乱を招くという問題である。

(1)混乱を招いた事例

例えば、2000年8月に日銀はゼロ金利を解除したが、これに対して、政策委員会に出席した政府委員は議決延期請求権を行使し、日銀と政府の間に経済

状況に関して大きな認識の違いがあることが浮き彫りになった。

2002年9月には、日銀が銀行の保有する株を買い取ることを表明したが、このことは、銀行を監督・指導する金融庁が、従来、我が国の金融システムは危機的状況ではなく公的資金の投入も必要ない、としてきた認識と大きく異なる。また、銀行の保有株については、すでに政府が2002年2月に「銀行等保有株式取得機構」を立ち上げており、それとの業務が重複するという点でも、政府と日銀の役割分担がうまく機能していない。

(2) 為替政策に関わる問題

さらに日銀と財務省の間には、権限上調整すべき問題も残されている。それは金融政策の一つの手段として、外債を購入することである。日銀による大規模な外債の購入は、円安をもたらし、輸出の回復と物価の下落歯止めにつながると期待する議論がある。これに対して、日銀総裁は外債の購入はできないとコメントし、為替レートに関わる政策は財務省の専管事項であるとして、日銀によるコントロールを権限上から否定する向きもある。

しかし、学界では金融政策による円安誘導も有力な方法として議論されており、その実施が現在の日本経済にとって適切か否かは別としても、それを権限上できないとするのは、自らの金融政策の手段を狭める点で不適切である。

(3) 日銀の独立性との関係

このように、日銀と政府、財務省、金融庁の間には、協調しつつ役割分担すべき事柄が多くあり、経済状況の認識が一致することが全体の政策効果を高めることにつながる。しかし他方で、金融政策は常に政府から金融緩和の圧力を受けることが知られており、それゆえに中央銀行の独立性は世界的にも非常に重要なものとされている。

そこで、日銀の独立性を尊重しつつ、経済状況の認識を一致させ、また様々な政策手段の有効性について共通の理解を得る場として、各機関の政策担当者やエコノミストによる合同の調査・研究の機会を作り、その成果を一つの報告書としてまとめることを提案したい。

政策そのものを協調することは、とかく強制を伴うことになるので避けるべきであるが、もっと根本的に学術的な観点から金融経済を論じ、その成果を広く世間に問うことによって知識が共有できれば、政策協調の環境作りに役立つ。

(4) 議決延期請求権の廃止を

また、従来の制度で弊害のみが目立つ、政策委員会における政府委員の議決延期請求権は、廃止すべきであろう。政策委員会における決定は、日銀の最高意思決定機関によるものであり、その責任の所在が日銀、特に審議委員にあることは明確である。それに対して政府代表が異議を唱えることは、かえって政府との対立を浮き彫りにするだけで、何らプラスにならない。もともと議決延

期請求権は、類似の規定がドイツ連銀にあったが、欧州通貨機構からも「独立性を阻害するので廃止すべき」と勧告を受けていたものである。

3. 金融政策と信用秩序維持政策との連携の強化、透明性の向上

(1) 現状のもう一つの問題点

2002年9月の日銀による銀行保有株の買取りについては、金融庁との認識の違いとともに、もう一つの問題点をも浮き彫りにした。それは、その政策が金融政策ではなく金融システムの安定化政策と位置付けられ、「金融政策決定会合」ではなく、当局主導で行われる「通常会合」で決定されたことである。現状では、金融政策に関わる議論は「金融政策決定会合」で議論され、それ以外の信用秩序維持政策や日銀の組織運営の方針など内部管理に関することは「通常会合」で議論される（後出の図を参照）。

一般に中央銀行の政策は、金融政策と信用秩序維持政策に分類されるが、後者の政策が金融政策の波及経路を高めることに役立つとの指摘もなされており、そうだとすれば金融政策との関連が議論できるようなスキームを築いておかねばならない。加えて、「通常会合」の場合には、議事録の公開が定められている「金融政策決定会合」と異なり、その議事公表のルールも無く、明らかに透明性に欠ける。当局主導の「通常会合」で議論されるのでは、日銀の政策に最大の責任を負う審議委員の議論が不十分に終わる可能性が高い。

今後の日本経済では、金融政策と信用秩序維持政策とがますます密接に関連することが予想される。また日銀自身、今後は企業金融を積極的に支援する姿勢を打ち出している。当然そうした議論も、審議委員主導で行われるべきであり、その議論の透明性も測らねばならない。

(2) 政策決定システムの改革案

そこで、現在の「金融政策決定会合」と「通常会合」という区別を改め、従来の金融政策の議論とともに、信用秩序維持、考査、資金決済、国際金融業務の4つの議論をあわせて「政策決定会合」の議案とし、業務、組織運営、経費、理事の推薦など内部管理に関する議論を「業務・組織運営会合」とすることを提案したい。

これによって、国民経済に直接影響する政策はすべて「政策決定会合」で審議委員主導のもとで議論され、これまでの「金融政策決定会合」の公表ルールに従ってその議事録などを明らかにすることが望ましい。もちろん、議事の公表に当たり、個別の銀行の経営状態などが議論される場合は、何らかの工夫が必要であろう。

そうすることで、金融政策と信用秩序維持政策が密接に議論され、それらに最大の責任を負う審議委員の主導で決定されることが明確になり、議論の透明性も高まることが期待できる。

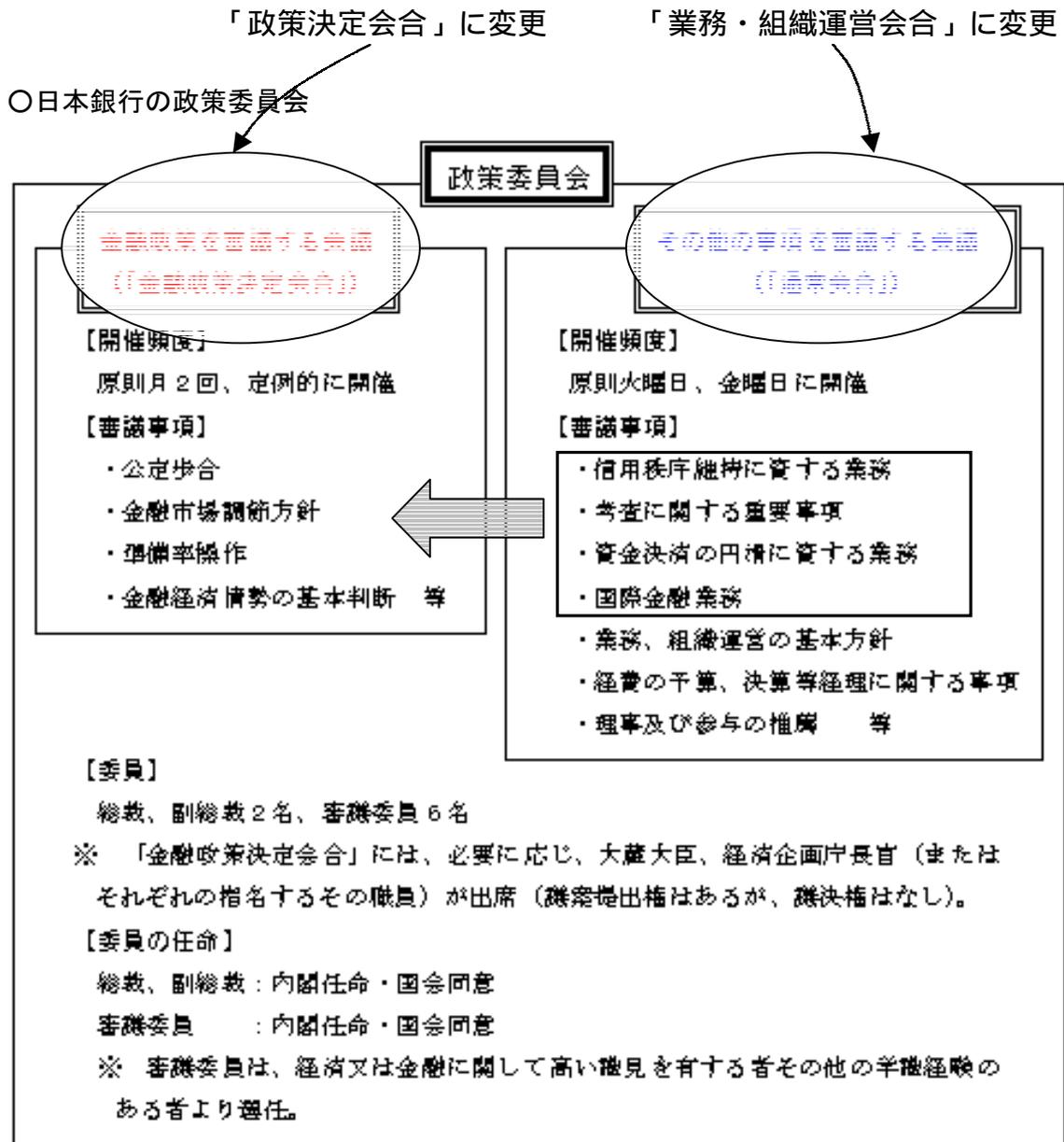
4．外部機関によるレビューの必要性

日銀の政策は、財政政策などと同様に、すべての国民に極めて大きな影響を及ぼす。財政政策であれば国会で議論され、その場で国民の意思が反映されることになる。しかし、金融政策はそのような手続きを踏まず、また高度に技術的な問題も多いために、その正当な評価を受けることは難しい。国民の注目度が高いので、マスコミなどに取り上げられることも多いが、その論評もある意味で一面的になる傾向がある。

そこで、日銀の政策機能を高め、より一層の改善を目指すために、外部の機関や内外の研究者などに日銀の政策や見通しを学術的な観点から定期的に評価してもらい、といったことを提案したい。これまでも、海外の経済学者を招き、日銀主催の国際コンファレンスなどで従来の日銀の政策が議論されることがあったが、特定のテーマに絞られることが多く、また定期的に行われたわけでもなかった。

外部評価の具体的な方法としては、過去1年の日銀の活動すべてについて、日銀が依頼した研究者や外部の研究機関が、日銀の経済見通しから金融政策、信用秩序維持政策、組織のあり方など全般を評価し、公表するといった方法が考えられる。

[参 考]



元の図は日本銀行ホームページより作成し、筆者が矢印など一部書き加えた。

第4章 中央銀行総裁の資質

過去の例、また各国の例を見てもわかる通り、大方が最適だと評価できる人物が中央銀行総裁になっているとは限らない。アメリカのように産・官・学に豊富な人材プールを持っていても、適材の選任は難しい。アメリカ FRB の経験では、最近の2人を幸運な例外として、名議長の次にはダメ議長が選ばれてきた。このことが周知なのは、FRB の制度がトップ個人の資質に左右されやすいという欠点を持っていることの証左でもある。前章で述べたような政策運営方法の改善を継続していくことで、今後の日本銀行は、総裁個人の資質に過度に依存しないような金融政策運営組織を作りあげていくことが理想であろう。

しかし、現状の日本では、金融政策の運営に関して、その組織への信認も未だしであるので、依然として適材の選任が重要となるであろう。これまでの日本は、アメリカなどと比べて、人材プールの形成を怠ってきたため、この選任過程はより困難なものとなっている。本章では、その選任過程に資するべく、中央銀行総裁の満たすべき資質を中心に論じることとした。

1. 信認を得られる人

金融政策の策定と運営は、戦場での作戦の立案と遂行に喩えられることが多い。中央銀行総裁は、軍の指揮官に当たることとなる。戦場では、リアルタイムの情報も多分に不完全なものとなり、将来に関する不確実性も高まる。兵員や装備も思うように増減できないままに、できるだけ正しく作戦を決定し遂行しなければならない。こうした特徴を共有する金融政策運営は、正常時においても、容易なものではないのである。ましてや現在のような難局において、中央銀行総裁は、まさしく知力・体力・気力を総動員して、日銀内部は無論のこと金融市場や世論も味方につけるリーダーシップを発揮して、できることならば「運 = つき」も呼び込んでまで、指揮官たる激務をこなさねばならない。

極めて一般的に規定すると、そうした激務をこなし得るとの「信認」を得られる人が中央銀行総裁として望ましい、ということになる。「信認」のある総裁がリードしている金融政策であれば、金融市場は落ち着いたパフォーマンスを示すことになる。そのことが金融政策に余裕を与えることになり、金融政策のパフォーマンスも向上するという好循環を生み易い。より広くビジネス界や一般社会も、「信認」のおける中央銀行総裁をもつことができれば、将来計画の作成に当たっての不確実性が減ることとなり、より積極的・長期的に行動しやすい。そのことがまた、経済パフォーマンスを改善することとなり、さらに好循環を助長することとなるのである。

現在の日本は経済困難の局面にあるので、過去の実績によって「信認」を既に保有している人材が存在していれば、そうした人材を起用するに越したことはない。しかし、そうした人材は稀であるのが、世の常であろう。例えばアメ

リカの過去の歴史をみても、経済危機時に「信認」を保有した総裁が着任するという幸運には恵まれていない。大恐慌時のマリナー・エックルズ (Mariner Eccles) やスタグレーション時のポール・ヴォルカー (Paul Volker) も、着任時に中央銀行家としての名声を博していたわけではなかった。大恐慌を乗り越り、インフレーションを鎮静化させたことで、「信認」を獲得したのである。さらに両者の前には、失敗ともいえる総裁人事 (エックルズの前のメイヤー (Meyer) とブラック (Black)、ヴォルカーの前のミラー (Miller)) が行なわれていたことにも、留意するべきであろう。どこでも適材の発掘は難しいのである。1990年代の好況の担い手として賞賛されることの多いアラン・グリーンズパン (Alan Greenspan) も、「偉大な」ヴォルカーの後任として1987年に着任した当時には、不安視されていた。着任直後の株式市場危機への対応の成功によって、「信認」獲得の足がかりを掴んだのである。

現在の日本でも、国内で人選する限り、既に「信認」を保有している人材を見つけることは、なかなか難しいであろう。海外から実績のある人材を総裁に招請することは、検討に値する手段である。(イギリスでは、総裁ではないが政策審議委員に、外国人を登用してきた。)これまで通り総裁の国籍にこだわるとすれば、着任後の実績によって「信認」を築いてもらわねばならない。そこで重要となるのが、「信認」を獲得して行く可能性の高い資質を備えた人材を選択することである。アメリカの多彩な経験を参考としながら、その満たすべき資質を検討してみよう。

2. 信認に必要な資質

(1) その1は、経済全体に関する知識と中長期的な観察眼であろう。経済の現状をリアルタイムで把握することは難しい。正確性と速報性に関してまちまちなデータが膨大に提示される中で、中長期的な流れを読み取って、現状把握と予測をこなしていかなければならない。戦場においては、個々の戦闘の勝ち負けを超えた戦局の流れを見通す能力であり、「大局観」とも呼ぶべきものである。「大局観」があれば、大過はまず免れることができよう。こうした資質を備えるためのキャリアとしては、例えばビジネス・エコノミストが挙げられよう。現FRB議長のグリーンズパンが典型であり、自らのコンサルティング会社で月次GNPデータ作成とマクロ経済予測に従事していたのである。彼の師であるとともに3代前のFRB議長であったアーサー・バーンズ (Arthur Burns) も、学界に在籍していたものの、現実には密着した景気循環の実証研究家であった。

なお、こうした「大局観」を持つには、歴史的パースペクティブも有用であろう。バブルも金融・財政危機も生産性トレンド変化も、長期間にわたって繰り返されてきた現象なのである。グリーンズパンは、90年代半ばにおける生産性トレンドの上昇に早く着目した点で、賞賛されている。しかし、バーンズは、70年代前半に生じた自然失業率の上昇と生産性トレンドの下落に気付くのが遅れたと、評価されている。

(2) その2は、**金融市場に関する知識と短期的な対応力**であろう。金融市場のデータはリアルタイムで入手できるが、その推移をもたらした要因を把握し流れを読んで対応することは容易でない。少なくとも、市場の変動に直面して、不用意な発言をしない見識は求められよう。素早い変動の中で、短期的な流れの変化を見極める観察眼と決断力が必要である。戦場に喩えるならば、直面する戦闘における情報分析力と対応力である。これらは、危機の芽を摘み、チャンスをつかむために、役立つ。こうした資質を修得するためのキャリアは、ディーリングを初めとして、金融市場にごく近い部署における実体験であろう。ウォルカーは、若年のニューヨーク連銀勤務時に、公開市場操作デスクの補佐であった。第2次大戦後のFRBの基礎を築いたウィリアム・マックチェスニー・マーチン(William McChasney Martin)や、クリントン政権下の元財務省長官のロバート・ルービン(Robert Lubin)などは、ウォール街の成功者として、この条件を十二分に満たしていたと言えよう。なお、ウォール街経験者にも、経済閣僚としての失敗者は多いという点に留意しておきたい。

関連するポイントとして、より広く**金融システム全般に関する知識**も有用である。正常な経済状況下では、金融政策運営に第二義的な重要性しかもたないが、現在の日本のように諸金融機関が脆弱な状況では、特別の重要性をもっていると言えよう。大恐慌時に地方の銀行家として銀行取付の嵐を乗り切ったエックルズの任命は、この条件をよく満たしていたと言えよう。ウォルカーのチェース・マンハッタン銀行勤務経験も、累積債務等の金融危機時に役立ったであろう。

(3) その3は、**経済学の知識あるいはその考え方に対する理解力**であろう。できることなら大学院レベルのトレーニングを受けていることが望ましい。アメリカと比べると博士号取得者が圧倒的に少ないので、経済学(及び関連分野)の修士号取得あるいは、それに準じる訓練(日経センターなど)を受けていることを期待したい。中央銀行総裁自身が研究者である必要はないが、中央銀行内外のエコノミストや研究者の諸研究の概略を理解できなければ、政策決定会合の司会役も務まらないであろう。現状及び将来が不確実な下で、幾通りかのシナリオ(とその発生確率)を想定し、さらに数種類の政策オプションとその結果(これも不確実性を伴う)を勘案して、決定しなければならないのである。

再び戦争に喩えるならば、戦略・戦術諸理論とそれに基づいて諸作戦オプションを勘案する知識と理解力に当たるだろう。確かに「生兵法は怪我のもと」であるが、無知は無為か無謀を生じ易い。特に、現状のような先例の少ない困難な状況においては、その諸原因と対策を検討するに際して、こうした資質、より一般的には頭脳の柔軟さが不可欠である。なお、この経済学に関する専門的トレーニングという点では、研究者であったバーンズが飛びぬけていたが、中央銀行家としての成績は高くない。クリントン政権下に財務省の次官と長官

を歴任した、ラリー・サマーズ (Larry Summers) も挙げておくべきだろう。次いで、経済学の博士コースの訓練を受けたヴォルカーと (後に博士号も授与された) グリーンスパンが挙げられよう。なお、名議長の中でも、マーチンはロースクールの訓練と学位であり、エックルズは大学すら出ていない。

(4) その4は、政治の仕組みを理解していること、できればそうした駆け引きに熟達していることであろう。日本銀行は1997年の日銀法改正以来、法律上の独立性を取得した。独立した中央銀行は、自ら政治システムに直面しなければならない。さらに、経済危機時には「中央銀行の独立性」が試されることが多い。適正な独立性を保ちながらも、財政政策などどのように協調していくのが、難しい課題となる。遂行しようとする金融政策に関して、行政府や立法府、銀行業界を初めとする金融界、および一般社会に対してどう支持を取り付けて行くのかを、工夫しなければならない。政治家や行政組織、あるいはマスコミなどと関わった直接的な体験をもっていることが望ましい。この点では、マーチンやヴォルカーのように財務省で十分な勤務経験を持っていることは、有益であったと考えられる。二人ともに、むしろ、FRBの独立性をよく発揮したことは興味深い。グリーンスパンも、フォード政権下のCEA委員長という経験をもっている。バーンズも、アイゼンハワー政権下のCEA委員長を経験しており政治システムに詳しかったが、ニクソン政権の政策立案に関与し過ぎて、むしろ独立性を損なったのではないかと評価されている。地方の銀行家であったエックルズは、この点が弱かったと言えるかもしれない。

もちろん、中央銀行外部向けのみではなく、組織内部向けの政治力 = リーダーシップも、中央銀行総裁には重要である。戦争において、指揮官には軍部内外に対する政治力と部下に対する統率力が必要であるのと、同様である。先進諸国の中央銀行は、かなり大きな官僚組織であり、総裁はそれを経営しなければならない。さらに、金融政策決定そのものに関しては、新日銀法によって、総裁と2名の副総裁、政策審議委員6名から構成される「政策委員会」が、最高意思決定機関として位置づけられた。総裁は、この政策決定会合においてリーダーシップを発揮しなければならない。アメリカにおいても、議長はFOMCを明瞭にリードしており、議長案が否決されることは例外的である。こうした統率力は、企業・官庁などの組織の経営者や幹部職員が修得していると期待できよう。地方の銀行頭取であったエックルズ、ウォール街と財務省の幹部であったマーチン、財務省と民間銀行の幹部であったヴォルカー等が、この点で優位にあったであろう。ただし、ミラーは、企業経営者であったが、連邦準備理事会で議長案を否決された。

(5) もちろん、上掲のような資質を全て兼ね備えたスーパーマンを望むことは、非現実的である。アメリカに関して見てきたように、どのFRB議長も全ての

資質を満たしているわけでは、決してはない。しかも、こうした資質をいくらかでも多く満たした人物には、中央銀行総裁として「成功する可能性がより高い」というだけのことでしかない。しかし、そうした成功の可能性を体系的に高める努力＝適材の選択が、差し当たって可能なことであり、なおかつ、極めて重要なことなのである。

3．金融政策に関する人材の育成

以上、中央銀行総裁について述べてきたが、最後に中央銀行の強化に関連して、若手・中堅の育成を図ることの重要性について振りたい。日本のエリート育成のシステムは、きわめて早期（大学入学・卒業時）での選抜とその後の各組織内部での選抜という2段階であったように観察される。この方式は、基本的に貧しい社会においてやむを得ずに採用した、資源節約的な「ケチくさい」方式でしかない。絞りに絞ったごく少数の内部者にのみ機会を与えているのである。この方式の欠点は、単一品種栽培（モノカルチャー）のリスクである。環境が大きく変化したとき、また、大きな問題が発生したときや、幹部候補が失われたときなどに、対応すべき人材がいないことになり、「人材枯渇」を嘆くことになってしまう。こういう事態が生じるのは、人材がいつのまにか「枯渇」してしまっただけではなく、人材を十分に育成してこなかったためである。

産・官・学の交流促進が不可欠

豊かになった日本は、その豊かさを守るだけの人材を育成すべく、より豊かな資源を投入しなければならない。自明の理であろう。金融政策に関わる分野について見ると、アメリカでは、産官学の間で人材が自在に往復し、高いトレーニングを受けた上に、ビジネスと政府の双方で多くの実経験を積んだ人材が育成され、分厚い「人材プール」が形成されているのである。例えば、連邦準備制度は、圧倒的な質量のエコノミストを擁している。ワシントンの理事会に200人、ニューヨーク連邦準備銀行に60人、その他11行ある地区連邦準備銀行に各20人ほどがおり、すべて博士号をもったエコノミストである。毎年、多数が採用され、多数が学界や金融界に出て行く。また、そのサポートには、秘書のみではなく、学部卒業者や大学院生などの研究助手が雇用されている。例えば、理事会で働く研究助手の場合、学部卒業後の1年間ほどを勤務した後、大学院に進学して経済学を学ぶことが多い。連邦準備は、こうした多くの若手に対して貴重な経験をさせる、学界と金融界あるいは政府への人材供給拠点となっているのである。

日本はどうすべきであろうか。日本でも、近年の文部省の政策の結果として、社会科学系大学院の学生数が飛躍的に増大している。しかし、その卒業生達に提供されている機会は、相変わらず貧しいままである。教育段階でせっかく資源を投入しておきながら、その生産物を鍛える場がない。中央省庁・中央銀行・

諸研究所は、期限付きのポストを大量に作って、やる気のある若手に研鑽の機会を与えるべきである。人材もその給料も民間企業からの出向に依存しているような「公」の研究所や、大御所研究者ばかりを優遇し人材を育てない研究所は、大改革をしてもらいたい。

国家および地域の政策課題に関する研究
「金融政策・デフレ対策研究会」委員名簿

(敬称略)

主査	跡田直澄	慶應義塾大学商学部教授
幹事	北坂真一	同志社大学経済学部教授
委員	地主敏樹	神戸大学大学院経済学研究科教授
	宮尾龍蔵	神戸大学経済経営研究所助教授
	四塚朋子	追手門学院大学経済学部助教授
	大島俊保	(株)日本総合研究所調査部関西経済研究センター所長
	穂宗一郎	住友生命保険相互会社総務部秘書役
	紀ノ岡幸次	関西電力株式会社秘書室リーダー
	西田昌弘	大阪商工会議所 経済産業部経済担当
	萩尾千里	(社)関西経済同友会 常任幹事・事務局長代理
	藤本明夫	(社)関西経済連合会 専務理事
関経連スタッフ	阿部孝次	(社)関西経済連合会 企画調査部副部長
	高橋重人	(社)関西経済連合会 企画調査部参事
	青山直樹	(社)関西経済連合会 企画調査部主任
事務局	小島勝利	(財)関西社会経済研究所 専務理事・事務局長
	宮原孝信	(財)関西社会経済研究所 事務局次長
	佐藤浩司	(財)関西社会経済研究所 総括調査役
	須賀智之	(財)関西社会経済研究所 参事
	藤田真知子	(財)関西社会経済研究所 副主任

「金融政策・デフレ対策研究会」研究活動の状況

研究会関係会合

第1回研究会会合（2002年7月30日）

同志社大学経済学部教授（研究会幹事）北 坂 真 一
「デフレ経済と金融政策」

第2回研究会会合（2002年8月23日）

お茶の水女子大学教授・学長補佐 篠 塚 英 子 氏
（前日本銀行政策委員会審議委員）
「政府・日銀の金融政策の検証と政策決定システムをめぐる課題」

第3回研究会会合（2002年10月16日）

慶應義塾大学商学部教授 深 尾 光 洋 氏
「デフレ経済下の金融政策 - デフレ脱却の処方箋」

研究会小会合（2002年11月8日）

研究報告・提言の骨子・組立についての検討

第4回研究会会合（2002年11月29日）

研究報告・提言（案）の概要についての検討

研究会小会合（2002年12月18日）

研究報告・提言（案）の概要についての検討

上記の諸会合以外に、適宜、準備会合を開催

その他の関連する研究活動の実績

有識者見解レポートの発表（2002年9月30日）

日銀の「銀行保有株買取り」についての有識者見解を発表

政策提言紙「ヌーベル・エポック」13号の編集・発行（2002年10月）

研究会での問題意識を踏まえて、以下の特集記事を編集・掲載

金融緩和こそ『デフレ退治の正攻法』 / 検証：デフレ経済下の金融政策
（濱田 宏一 エール大学教授）

貨幣供給より銀行システムの建て直しを / 検証：デフレ経済下の金融政策
（宮尾 龍蔵 神戸大学経済経営研究所助教授）

地域金融機関を核に信用創造の回復を / 金融と地域経済：中小企業貸出
（野間 敏克 神戸商科大学経済学科助教授）

最近の金融政策と日本銀行のあり方
(金融政策・デフレ対策研究会)

発行日(発表日): 2002年(平成14年)12月25日

編集・発行: 財団法人 関西社会経済研究所
〒530-6691 大阪市北区中之島6丁目2番27号
中之島センタービルディング29階

発行者: 小島勝利

問合せ先: 財団法人 関西社会経済研究所 事務局 (担当: 須賀智之、宮原孝信)

TEL: 06-6441-5750(代)

E-Mail: kiser@kiser.or.jp

URL: <http://www.kiser.or.jp>

ISBN4-87769-056-5