

岩村充さん

早稲田大学大学院（ビジネススクール）教授



1950年東京生まれ。東京大学経済学部卒業後、日本銀行入行。ニューヨーク駐在員、日本公社債研究所開発室長、日本銀行金融研究所研究第2課長、日本銀行企画局兼信用機構局参事等を経て、現在、早稲田大学大学院（ビジネススクール）教授。その他、国際会計基準委員会委員や政府の各種委員会の座長や委員を歴任。博士(早稲田大学)。

主な著書

- 『中央銀行が終わる日：ビットコインと通貨の未来』 新潮選書 2016年
- 『コーポレート・ファイナンス』 中央経済社 2013年
- 『貨幣進化論—「成長なき時代」の通貨システム』 新潮選書 2010年
- 『貨幣の経済学—インフレ、デフレ、そして貨幣の未来』 集英社 2008年

片岡： 今月のインタビューは岩村充さんです。今回は2日にわたってお話をお伺いしたいと思います。本日（9月6日）は日銀の金融政策について、[次回（9月23日）](#)は日銀の「総括的な検証」について、お伺いします。

岩村： 日本の金融には、今、大きな「異常」が生じています。日銀のバランスシート

を見ると、銀行券の発行残高（2016年5月末時点）は急速に増加を続け100兆円近くに達し、日本人一人当たりになると80万円近くにもなっています。これは銀行券が「決済手段」だけではなく、「安全かつ金利ゼロが保証されている金融資産」として、どこかで大量に保蔵されているということも示しています。更に日銀は国債の発行総額の約

日銀BSの不都合な真実

2016年5月末の日銀BS

資産		負債および資本	
国債	371兆円	銀行券	95兆円
株式等	9兆円	準備預金	287兆円
貸付金	32兆円	自己資本	3兆円
その他とも合計	426兆円	その他とも合計	426兆円

参照数字

- 名目GDP 499兆円（2015年IMF推計値）
- 人口 1億2517万6千人（2015年9月）
- 国債残高 912兆円（2016年3月末・一般政府ネットベース）

- 日本銀行保有国債÷国債残高=約40%
- 日本銀行保有国債÷名目GDP=約70%
- ベースマネー÷名目GDP=約75%
- 銀行券発行高÷人口=約75万円

4割を保有していて、銀行券発行高と準備預金残高の合計であるマネタリーベースも400兆円に迫り、名目GDPの約500兆円の8割近くにもなっています。2013年4月、黒田東彦日銀総裁は「異次元緩和」と銘打ち、「2年後までに消費者物価上昇率を2%にまで高めることを目標として、マネタリーベースを2倍にし、日銀

保有国債の平均残存期間も 2 倍以上にする」という大規模な量的緩和政策を開始しましたが、その効果は一時的なものにとどまり、2014 年 10 月には国債の買い入れ速度を年額 50 兆円から 80 兆円に引き上げ、2016 年 1 月、準備預金にマイナス金利を導入しました。しかし、そうして追い求め続けてきたはずの消費者物価上昇率は目標に遠く及びません。不思議なことに、異常なまでに拡張されてきたマネー供給が、その所期の成果をあげられないまま続き、日銀は自ら掲げた目標を実現できていないにもかかわらず、日銀に対して政策目標や手段のあり方を根本から見直すよう求める声も大きくならないのは、更に異常な状態にあることを示します。日銀どころか日本全体が「量的緩和依存症」に陥り、いつまでも続けられないことは分かっているのに、止めたときのショックが怖くて、その「出口」にかかる議論もできなくなっています。

尤も、金融政策は現在の問題と将来の問題をやり取りする手段にすぎません。日本は構造的に人口ピラミッドが悪く、米国は良い。こうしたことは政策当局者たちがデフレから抜け出せると思っている度合いにも影響しているはずで、「出口」に関する議論そのものを拒否しているかのような日本銀行と 2015 年末でゼロ金利解除に踏み切った米国連邦準備制度との違いはこの辺にもありそうです。

片岡： サプライズについては如何でしょうか。意図的サプライズの連続は中央銀行としては異例ですね。

岩村： そもそも中央銀行にサプライズはあってはならないものです。金融政策は政治の決定によるものではないので、選挙によって国民の負託を受けたわけでもない日本銀行がやるべきことは、世の中がどのような方向になるのかということ、説得と事実の提示によって作り上げていくことであって、当然、日本銀行は予想通りの決定を行うわけでは、市場にどういふ「予想を作る」ということが重要です。しかし、黒田氏は「予想を作る」ことに関心を持っているとは思えません。サプライズはそれまでにマーケットの理解が浸透していないことを表して、下手な政策の典型で、それを褒め称えてきたマスコミも問題ですが…。

勿論、日銀の金融政策が、かつての説明型の政策スタイルからサプライズ型の政策スタイルに移行してしまっている以上、その中で最善の対応をすることを考えるのは市場にいる者にとって当然のことで、それなりの対応も進んでいます。しかし、日銀は、量的緩和の限界に来たところで更にマイナス金利を導入しました。

2013 年から 2016 年 1 月までの異次元緩和の本質は、銀行券という金利ゼロの金融資産が大量に存在するので名目金利をマイナスにできないという制約下で、精一杯の金融緩和効果を演出するためにベースマネーの「量」を最大限まで膨らませ、人々の心の中にあるデフレ期待と闘うことにあり、「異次元」という名乗り

が示すように、今までの日銀とはまったく違う政策スタンスを取ることをアピールして、人々の「心」を変えようとする政策、言い換えれば「デフレ期待と戦う政策」だったと言えます。元々バブル崩壊以降、日銀の悩みは、デフレ状況に対処するために名目金利をどんどん下げていった結果、ジョン・メイナード・ケインズのいう「流動性の罠」、つまり名目金利はゼロ以下にまで下げられないという金融緩和の限界に行き着いてしまったことにありました。それでも何らかのきっかけから人々の「心」の中にある物価上昇期待が上がってくれば、そうした限界状況でも、金融緩和効果を作り出すことができます。私自身は、単純な量的緩和によって人々の将来の物価に対する期待、つまり人々の「心」を操作できるとは思っていませんが、間違った政策であるとも断言できません。

一方、日銀のマイナス金利政策には「名目金利に下方限界があっても、銀行券を金庫に入れておけば警備その他に要する費用は無視できず、保管コストに相当する程度にまでは政策金利をマイナスにすることが可能はずだろう」という発想があるのだと思います。また金融緩和効果を最大限演出して「異次元」と打ち出しても、人々の「心」は簡単には変わらないので、効果は直ぐに色あせてしまいます。マイナス金利政策は、デフレ期待が存在することを認め、その弊害を最小化しようとする政策、つまり、「デフレ期待と寄り添おうとする政策」なのです。

「デフレ期待と戦う政策」と「デフレ期待と寄り添おうとする政策」という互いに矛盾する二つの政策を十分な整理なく、同時に行えば、混乱するのは当たり前です。既にマイナス金利を導入してきた ECB やスイス等と比較してみると、日銀の金融政策手段としての組み合わせ方や、量的緩和の限界にまで来てからマイナス金利を導入するという日銀のやり方に対して、市場か

### マイナス金利の3類型

北欧&スイス型(デンマーク・スウェーデン・スイス)

大きなマイナス金利/量的緩和は行わない

欧州中央銀行型

マイナス金利導入後に量的緩和を追加

／程々のマイナス金利幅と程々の量的緩和

日銀型

大きな量的緩和後のマイナス金利導入

⇒ますます不透明になる日本の金融政策

### 日欧:大きく異なる量的緩和の規模

EUの名目GDP・・・約14兆ユーロ(2014年度)  
⇒135円/€で換算すると約1890兆円

EUの量的緩和の規模・・・月額600億ユーロ  
⇒135円/€で換算すると年額約90兆円

EUの量的緩和規模/名目GDP比率 ... 約5%

日本の名目GDP・・・約500兆円

日本の量的緩和の規模(2014年秋の追加緩和以降)・・・年額80兆円

日本の量的緩和規模/名目GDP比率 ... 約16%

### そして「順序」の問題が

欧州中央銀行の順番

2014年6月 中央銀行預金金利 0.0% ⇒ ▲0.1%

2014年9月 中央銀行預金金利 ▲0.1% ⇒ ▲0.2%

2015年3月 600億ユーロ/月の資産購入(2015年12月買入期間延長)

2015年12月 中央銀行預金金利 ▲0.2% ⇒ ▲0.3%

2016年3月 中央銀行預金金利 ▲0.3% ⇒ ▲0.4%

日銀の順番

2013年4月 国債保有残高を50兆円/年増加させる速度で購入

2014年10月 速度を80兆円/年にアップ

2016年1月 中央銀行預金金利 0.0% & 0.1% ⇒ ▲0.1% & 0.1%

欧州中銀と日銀は順番が逆!

らは少なくない不協和音が聞こえてきます。日本の金融機関や機関投資家は、2013年に日銀が異次元緩和と称して準備預金金利をプラス 0.1%という水準に維持したまま膨大な量の国債買入れに乗り出したのをみて、「これは政策金利を下げるのではなく、その代わりにベースマネーの大量供給による人々の「心」への介入に乗り出した」と解釈していたはずですが。そうした市場の期待に適切な修正をかけることなく、ゲームの前提とも言うべき政策金利をマイナスに引き下げれば、市場における期待形成の仕組みは破壊されてしまいます。政策金利に下げ余地がないから量的緩和なのだろうと信じて手持ちの国債を売り、或いは住宅ローンなどの変動金利化を推進していた金融機関にとっては、それは「後出しジャンケン」のようなもので、戸惑いと不快の材料に他ならないわけです。

巧妙な金融政策とは市場と上手に対話することだと言われることがあります。黒田総裁も、金融市場に自身のメッセージを送ることにはことのほか熱心なようですが、今回のマイナス金利導入における市場との対話は粗雑と言わざるを得ません。しかも、黒田総裁は異次元緩和の開始時に「今は出口を論じるときではない」とまで明言しています。総裁はこれを自身の緩和政策推進についての決心の固さを表現するのに用いたのだと思いますが、適切な言い方だったとは思えません。ゼロ金利という金融緩和の限界に突き当たった政策当局にとって、最後に残された政策手段は、その「出口」のタイミングに対する人々の期待の操作であり、出口論の封印はその最後の政策手段を自ら放棄することを意味します。例えば、「出口が遠い」といえば緩和で、「もうすぐ」といえば引き締めになります。FOMCも量的緩和を行っていますが、出口の議論を同時に始めることで金融政策を手放しませんでした。「今は出口を論じるときではない」と明言することと、出口に関する思考を自ら閉じることとを混同してはなりません。引き返すことを考えさせずに前進せよと人々を追い込むことは、責任ある中央銀行のやることではありません。

尤も今の世界の中央銀行たちの行動が、無事に世界を成長軌道に乗せるという意味で成功になるのか、緩和を止めるに止められない状況に陥ることになるのか、市場の期待の突然の反転による財政破綻や急激なインフレというような事態にまで至るのかは、今の時点では論証しても誰も反証もできません。その限りでは「今は出口を論じるときではない」といった黒田総裁は、ことの本質を良く分かっている、しかし、だからこそ、大きな賭けに出ているようにも思います。苦しい状況が続けば続くほど、「もう引き返せない」という心理に陥ってしまったり、「必勝の信念」を説く指導者を待望し、後で考えれば不可解なほどに無謀な決定が熱狂的に支持されたりする傾向は世界史的にも日本史的にも珍しいことではありません。私が気になるのは、異次元緩和という決断が拍手をもって迎えられたということ、そうした拍手を生み出した「時代の雰囲気」の方です。

さて、今の日本は実質的にヘリコプターマネーに近い状態にあります。とすれば注目すべきことは、問題が「現段階で起こっているか」どうかではなく、「状況が変わった時にも問題が起こらないか」です。

片岡： 例えばどういった状況になると危険になっていくのでしょうか。

岩村： 安全でなくなる要因はいくつかあります。第一の要因は、財政の継続可能性についての疑念の拡大、第二の要因は日銀のバランスシートに対する不安の浮上、そして第三の要因は日本の金融システム全体に対する不信の可能性でしょう。第一と第二の要因は、これまで何度も指摘されていることですが、第三の要因による事態の急変もあり得ないシナリオでもなくなってきています。2016年3月末時点で、日銀は量的緩和の結果として350兆円を超える国債を保有し、その他の金融機関等も500兆円近い国債を保有し続けています。これだけの国債が民間金融機関に存在しながら、日銀の国債オペが「品枯れ」になりかける状況が生じていると報じられています。よく「国債がスワップその他の担保に使われている」からだといいますが、私はもっと本質的な

話で、黒田総裁が「躊躇なく追加緩和を行う」というメッセージを発し続けているため、民間金融機関にとっては、国債を手放した直後に「追加緩和」などされたら大損なので売りに売れない。だから担保に使っているのであって、担保に使うために売らないのではないのです。こうした状況は大きなリスクをはらんでいて、GDPの二倍以上にまで膨張した国債発行残高、その借り換え能力に人々が疑いを持ち始めると、通貨価値のスリップ・ダウン、言い換えれば物価水準のジャンプ・アップが起きます。日銀が望んでいるような緩やかで持続的なインフレではありません。長期金利も突発的な上昇を始めることになるでしょう。財投債を含めて1,000兆円を超える日本の国債は1,700兆円ともいわれる日本国民の家計貯蓄が支えているから大丈夫ともいいます。しかし、そうした巨額の家計貯蓄が直接的に国債市場を支えているのではなく、法人や組織を通じて保有されています。このため、長期金利の急激な上昇や国債の借り換え能力に対する疑念は、日銀と民間銀行あるいは保険会社などのバランスシートの毀損を通じて、日本円や日本の金融システムに対する信用への破壊的な衝撃になりかねません。また、こうした国債保有状況は、日銀が異次元緩和という路線の修正を考えるときの障害にもなるでしょう。日銀が路線修正を考え始めたということが伝われば、やはり

### 状況は前触れなく変わるかもしれない

投資家心理の揺れが債務危機を起こした記憶

→1997年秋の韓国

ムーディーズの格付け:1997年7月A1→A3:11月A3→Baa2

IMFによる支援:1997年12月から・各国も同調

・・・韓国は、IMFを受け入れたにもかかわらず、立ち直れたのだが!?

国債保有状況(資金循環表ベース・2016年3月末・財投債を含む)

	資産	負債
政府(資金運用部を含む)	55兆円	1,075兆円
金融機関	887兆円	
非金融法人企業	6兆円	
家計	14兆円	
非営利団体など	4兆円	
海外	110兆円	

うち 日銀:364兆円  
銀行等:239兆円  
生損保:247兆円

1700兆円(ネットでは1400兆円)の家計資産が・・・

・・・直接に政府債務を支えているわけではない

衝撃となります。

片岡： どういう手を打っていけばいいとお考えでしょうか。

岩村： 答えは色々考えられます。重要なことは、答えがあることを知ることです。薬物依存症に陥った患者を症状から抜け出させるためには、依存症の危険を説くだけでなく、薬物を断っても耐えられないほどの苦痛を生じさせないための方法があることを説明し、それに納得してもらう必要があります。量的緩和依存症に陥った日本にも同じことがいえるでしょう。私自身は、マイナス金利政策を頭から否定するつもりはありませんし、もし「銀行券は当然金利ゼロである」という前提を変えることができれば、マイナス金利政策は金融政策の新しい手段になり得ると思っています。例えば、本年1月に導入された、マイナス0.1%の金利が付されることになった一般の準備預金から、過去の積み立て実績に応じた一定金額を基礎残高として区分し、それにはプラス0.1%の金利を継続するという仕組みがありますが、それを分離した準備預金の付利条件を入札で決定することにし、これと日銀が保有する国債の変動利付永久債化とを組み合わせます（詳細は岩村充著『中央銀行が終わる日』を参照）。国債を永久債化し変動金利に転換としたのは、直接的には、政府の借り換え負担を軽減しつつ日銀のバランスシートを守るためなのですが、得られる効果はそれだけではありません。日本あるいは日本国債をみる投資家の「潮目」が変わり、価格の下落（利回りの上昇）が始まったときのことを考えると、政府は、自身の資産負債総合管理的な判断から、この国債の償還と借り換えを考え始めるはずで、異次元緩和が終わりを迎え、金利が上昇を始めれば、自身の資金調達を長期化し、再び固定金利化しておいた方が有利なはずだからです。そうなれば、この仕組み自体に固定的な終了期をセットしておかなくても、変動金利のメカニズムがその代わりをしてくれるでしょう。こうしておくことで、これまでの量的緩和の「成果」を切り離して凍結し、足元では日銀が追加的な緩和に動く余地を確保するとともに、事情が変わったときにはドロップされたマネーを無理なくサルベージする準備ができます。これは、金融緩和を終了すべき条件が整っても一定期間は緩和状態を維持することを中央銀行がコミットするという、かつての日銀の「時間軸政策」の民間自主再生版ともいえます。

一方、現実の銀行券に金利を付ける方法論が制度的に確立できていない現状で、無理に準備預金の金利だけをマイナスに持ち込もうというのは賢い策ではありません。もしどうしてもそうしたいのなら、現に行っている量的緩和と新しいマイナス金利政策とを、どんな全体デザインの中で併用するのか、日銀は示してから導入に踏みきるべきだったと思っています。

日本の財政と金融の状況を見れば、内包する危機に備える手段を考える時期に来ていることは明らかです。ここにきて海外の有識者たちから多くの提言や助言が寄せられているのも、日本の危機は世界経済の危機につながると考えて

のことだと思います。もちろん、そうした提言には納得しかねる部分もあります。しかし、提言や批判に反論で答えるのは、私たちが行うべきことの全部ではありません。今の日本で重要なことは、状況を踏まえて、財政の維持可能性に疑念が生じないように自ら準備をすることでしょう。そのためには、日銀や政府だけでなく、多くの市場参加者や識者たちが、日本の現状に真摯に向き合って、それへの対応策をオープンに議論していくことが不可欠です。

片岡： デフレ脱却後はどういったシナリオが考えられているのでしょうか。

岩村： 現在の金融危機が抱える問題はデフレだけではなくあります。格差の問題は、より深刻なダメージを金融政策に与えるものになる可能性があります。もし日本が、首尾よく程々の成長は取り戻せたとしても、その果実の多くは、株主たちや彼らに近い立場にある幹部従業員と経営者あるいは資本市場の専門家達に帰属し、大多数の人々には行き渡らない、そうした状況が続くことは、希望あるいは善悪好悪の問題ではなく予想の問題としては、ありそうだと認めざるを得ないのです。

資本市場が急速にグローバル化すると国境を超えて活動するグローバル企業が数多く生まれ、国際的な資本誘致競争が始まりました。他の政府の領域から多くの企業を吸引するのが、政府に対する支持者を増やすための最も一般的な戦略になったのです。この結果、政府と企業との力関係が逆転します。各国や各地方政府は、企業活動の制限を緩め、企業所得に対する税率は引き下げ、株主により大きな権限を与える…こういったことが世界標準になってきています。企業に対して、より低い税率とより緩い規制を与える、つまり税制と規制の底辺に向かって国や地方同士が互いに争いあうという傾向がはっきりと生まれてきたのです。こうした現象を「底辺への競い合い (Race to the bottom)」などと呼びます。尤も、「底辺への競い合い」を繰り広げる政府は、その理由を他の政府との競い合いだと明示して説明することはあまりありません。例えば、「企業法制を株主有利に変更することで企業を元気にしてリスクに挑戦してもらい、失われた国民経済の成長機会を取り戻す」といった説明をしたりします。しかし、株主主権にしても企業誘致上のメリットはあきらかですが、それだけで経済を活性化させるわけではありません。株主も労働者も、できる限りリスクを小さくして儲けようというのは同じで、労働側の意見が強く反映されると企業が保守的になって動かなくなるというのは迷信です。例えばドイツには共同決定法というのがワイマール憲法時代からあって従業員が経営に参画し、発展しています。「コースの定理」は 20 世紀に経済学の世界で出てきた尤も重要な定理の一つで「合理的であれば誰が意思決定しても変わらず、分配だけが違って来る。重要なのはステークホルダーの間が公正に交渉することであって、公正な交渉がない経済は、そうである経済に比べて、力が弱い」というものです。もちろん、色々な条件があって、簡単な話ではないのですが、それが議論の出発点のはずです。

いずれにしても、今の日本では景気が程々に回復しても、所得格差のさらなる拡大に吸収されてしまって、多くの人々の暮らしは良くなる、物価が上がってむしろ生活は苦しくなる。そうしたことが起こってしまったときに人々の間に、金融政策を行う中央銀行という存在に対する疑念が拡大し、中央銀行という仕組みに対する合意基盤の崩壊へと繋がります。つまり、日銀の本当の危機はデフレから抜け出した後に来るともいえます。これは日本にとどまりません。今までの世界であれば、ある中央銀行のやることに不安を覚えた人たちは、他の中央銀行の船に乗り換えればよかった、例えば円の将来に不安を感じればドルに…、変動相場制というものは、それを可能にする通貨システムです。しかし、中央銀行首脳たちが仲良くカメラの前に並び、デフレをインフレに逆転させると声高に宣言し始め、もはや通貨の乗り換えは意味を持ちません。選択肢は事実上閉じてしまっている。協調はいつも美しいのでしょうか？ 非貨幣表示資産の上昇や、更には、もっと貨幣のようにしまっておくにも持ち運ぶにも便利な、ビットコインのように中央銀行が提供するのではない新しい貨幣は、リスクを溜め込み始めた貨幣、国際通貨体制からの逃避の一步かもしれません。

片岡： 貴重なお話を有難うございました。[次回\(9月23日\)](#)は日銀の「総括的な検証」についてお聞かせ下さい。 <続>

## インタビュー後記

マイナス金利や量的緩和は、正しいとも間違っているとも実際の論証は、経済学的には難題です。リフレ派の理論的支柱と言われたポール・クルーグマン教授らも、単純な量的緩和をやってもダメではないかと、それまでの主張を見直しています。日本人は経済問題や対策について議論をするのが好きで、アンケート調査を行うと、「マイナス金利に賛成か否か」といった学術的には難しいような問題に対しても多くの人が回答を寄せるのだそうです。勿論、設問そのものにも無理があるわけですが、当然、そうした人々は、専門家や政治家の“一見”わかりやすい解説や政策に飛びつき、流されやすいのですから、そうした質問自体、特定の方向性へ世論を形成していく手法の一環でもあるのかもしれません。

前述の岩村さんの著書『中央銀行が終わる日』を読むと、周到な金融政策を実施してきた日銀の大胆な転身の裏には、マイナス金利はありえないものとして十分な検討を行ってこなかったにもかかわらず、コーナーまで追い詰められて、そうした国民性を利用してでも準備不十分なまま小手先で無理やり導入せざるをえなかった日銀の担当者たちの苦悩が浮かび上がります。そして、岩村さんは同書で「少なくとも景気対策という文面での金融政策は、その効き目を失いつつあるばかりか、それを意義あるものとする合意形成すら揺らぎつつある…、景気対策を行う中央銀行という時代が終わるのではないか」と指摘して

います。

聞き手

片岡 秀太郎

1970年 長崎県生まれ。東京大学工学部卒、大学院修士課程修了。博士課程に在学中、アメリカズカップ・ニッポンチャレンジチームのプロジェクトへの参加を経て、海を愛する夢多き起業家や企業買収家と出会い、その大航海魂に魅せられ起業家を志す。

