

〔共同研究：現代資本主義と財政・金融システム〕

日本銀行の「株買取」政策について

木 村 二 郎*

はじめに

第1節 事実経過

第2節 日銀の説明

第3節 日銀に対する批評の検討

第4節 政策論上の問題「物価の安定と信用秩序の維持」

おわりに

はじめに

2002年9月18日、日本銀行は市中銀行が保有する株式を直接買い取るという発表を行った。この決定は、従来の中央銀行の政策観から見て異質なものであり、内外の評価が大きく分かれた。本稿では、2003年初頭の時点で見ると、この日本銀行の異質の政策がどのような形で打ち出され、その後どのように執行されたのかをフォローするとともに、内外のマスコミヤ識者によるコメントを整理し、中央銀行の政策としての問題点を明らかにしていきたい。

第1節 事実経過

『日本経済新聞』の報道を手がかりに、事実経過を追ってみよう。2002年9月18日、政策委員会会合において、「大手銀行などが大量に保有している株式を直接買い取る方針を決めた。銀行に株式の早期売却を促し、株価下落が金融システムに与える影響を小さくする。10月から半年—1年程度で、最大8兆円の上場株式を時価で買う方向で検討する。株買取は日銀法では認められていないが、同法第43条の例外規定を適用する。金融システム不安の拡大を防ぎ、大手銀行に不良債権処理を加速させるための環境を

整える」(『日本経済新聞』2002年9月19日付)。「日銀が買い取り対象にする株は最大で8兆円規模。各行が自己資本より多く保有している部分に限定する。日銀の試算では、大手銀の自己資本は約17兆3000億円(中核自己資本、2002年3月期)。25兆6000億円の保有株(時価ベース、2002年3月末)との差の部分が対象」(同上)。「日銀法第43条の発動には、首相と財務相の認可が必要。塩川財務相は18日『絶対的な協力をしていきたい』と述べ、武藤財務次官も『認可という方向になる』と語った」(同上)。

このような新政策のポイントは、次のようなものである。「買い取る株式は銀行との相対交渉で決め、価格は時価とする基本方針だ。日銀が必要なときにすぐに市場で売れるように、買い取り対象は上場株になる見通しだ」(同上)。「銀行等保有株式取得機構では、銀行が株売却額の8%相当を損失に対する備えとして納める必要があるが、それが利用低迷の一因。日銀はこうした制約を最小限にする方針だ」(同上)。そして、利点としては次の点が指摘されている。「銀行株式保有制限法」により、「金融機関は2004年9月中間決算から、中核的な自己資本(ティア1)を超えた株式を保有できなくなる。現在そうした株式を持つのは大手銀行など十数行でこれらの銀行は、日銀に企業との持ち合い株式を購入してもらえれば、株式保有の基準を

*本学経済学部

達成しやすくなる。… 市場には持ち合い解消に伴う株価下落を防ぐ効果を期待する声も多い」(同上)。

このように、日本銀行は中央銀行の歴史上類を見ない政策に踏み出したのであるが、今度は日銀の公表文「金融システムの安定に向けた日本銀行の新たな取り組みについて」(2002年9月18日)を見ておこう。

「1. 本日、日本銀行政策委員会は、金融政策決定会合終了後、通常会合を開催し、不良債権問題の克服と金融システムの安定に向けて、以下の方針で臨むことを合意した。

2. わが国の不良債権問題は、バブル崩壊の後始末だけでなく、産業構造の転換・調整圧力の増大に伴い新たに発生する不良債権の処理という性格も加わりつつある。したがって、この問題の克服のためには、不良債権のより適切な把握のための工夫、早期処理の促進、企業・金融機関双方の収益力強化などを軸とした、総合的かつ粘り強い対応が必要である。

3. この間、金融機関保有株式の価格変動リスクが、金融機関経営の大きな不安定要因となっている。このリスクを軽減することは、金融システムの安定を確保するとともに、金融機関が不良債権問題の克服に着実に取り組める環境を整備するという観点からも、喫緊の課題である。こうした認識を踏まえ、日本銀行は、金融機関による保有株式削減努力をさらに促すための、新たな施策の導入を検討することとした。本件については、所要の調整を含めできるだけ早期に成案を得るよう努めることとする。

4. また、日本銀行としては、上記の新たな施策の検討と合わせて、不良債権問題についての基本的な考え方を改めて整理し、公表するとともに、今後とも、金融システムの安定に向けて、中央銀行として最大限の貢献を果たしていく方針である」(下線は引用者による。以下同様)。

10月11日に、「『株式買入基本要領』の制定等について」という公表文において、「日本銀行は、本日開催した政策委員会・運営会合において、『株式買入等基本要領』の制定等について別紙のとおり決定しました。また、これらの実

施に関し、日本銀行法の規定に基づき、財務大臣および金融庁長官に認可を申請しましたので、お知らせします」。「本件買入については、上記認可取得後、所要の準備が整い次第、極力早期に開始することとします」。この「株式買入等基本要領」のポイントの紹介は、同日の公表文「(参考) 株式買入等に係る今回の決定について」で行われている。「買入スキーム」において、買入対象機関は「株式等保有額が自己資本(Tier1)を超過している銀行」、買入対象銘柄は「上場株式(BBB マイナス相当以上)」、買入方法は「金銭の信託を設定し、信託財産として株式を買入れ」、買入を行う期間は「平成15年9月末まで。一ただし、同月末までの累計買入額が2兆円に満たない場合には、平成16年9月末まで買入を行い得る」、買入総額は「2兆円」、銘柄毎の買入上限は「総株主の議決権の5%」、または、一定額(買入上限額)の「何れか少ない方」などが示されている。また、買入後の扱いにおいては、据置期間・処分方針は「原則、平成19年9月末までは処分を行わない。(ただし、当該据置期間中であっても、発行会社から時価による自社株買入の要請を受けた場合には、本行に損失が発生しない限り、応じる)」、「平成29年9月末までに、株式市場の情勢を勘案し、適正な対価で処分」などが明示されている。

12月26日付『朝日新聞』は、銀行保有株の日銀による買取額について次のように報じた。12月20日現在の営業毎旬報告によれば、「11月29日の開始からの累計は約807億8021万円にのぼる。… 2月に同様に買い取りを始めた『銀行等保有株式取得機構』の利用が、売却時の抛出品の問題などから低調なのに比べ、日銀による株買取は順調に進んでいる」。ただ、『日本経済新聞』によれば、12月10日から12月20日に購入総額は96億円増えたにとどまり、「株価の低迷から銀行が売却に慎重だったとみられる」とされている。その後、2003年1月20日付の日銀「営業毎旬報告」では、約2800億円となっている。1月28日付『日本経済新聞』は、「日銀の銀行保有株式の買い取りが三月末までに、購入

の上限である2兆円に達する可能性が出てきた」。「3月にも購入額が2兆円に達する可能性が出てきたのは、大手銀が相次いで株式を半年から1年前倒して売却する計画を打ち出したためだ」。「20日までの累計購入額2800億円は、大手銀などが出資して昨年春に設立した『銀行等保有株式取得機構』の累計購入額1496億円よりも多くなった」。日銀の株式「買い取り枠」2兆円の市中銀行による「奪い合い」を予測する声もあるという。また、1月24日付の日銀総裁記者会見要旨（日銀ホームページ）でも、「金融機関保有株式の価格変動リスクも経営の不安定要因となっているが、これについては、私どもが始めた銀行保有の株式の買い入れ措置も、かなり順調に進んでいる」と述べている。

第2節 日銀の説明

日銀は次のように民間銀行保有の株式の買取を説明した。すなわち、先に見た公表文「金融システムの安定に向けた日本銀行の新たな取り組みについて」（2002年9月18日）において、次のように述べている。

「本日、日本銀行政策委員会は、金融政策決定会合終了後、通常会合を開催し、不良債権問題の克服と金融システムの安定に向けて、以下の方針で臨むことを合意した」。その理由の第3番目に次のような点を挙げている。「この間金融機関保有株式の価格変動リスクが、金融機関経営の大きな不安定要因となっている。このリスクを軽減することは、金融システムの安定を確保するとともに、金融機関が不良債権問題の克服に着実に取り組める環境を整備するという観点からも、喫緊の課題である。こうした認識を踏まえ、日本銀行は、金融機関による保有株式削減努力をさらに促すための、新たな施策の導入を検討することとした。本件については、所要の調整を含めできるだけ早期に成案を得るよう努めることとする」。

上の決定を行った通常の政策委員会に先立って行われた金融政策決定会合において、次のような注目すべき論議が行われていた。すなわち、「本日の金融政策決定会合における決定につい

て」（2002年9月18日）という公表文で次のように述べている。「ただ、株価は、世界経済を巡る不確実性の増加等を背景に、海外主要市場の株価と同様、不安定な地合を続けている。株価の下落は、様々なルートを通じて企業や家計の支出行動に影響を及ぼし得るだけでなく、現在の金融経済情勢の下では、金融市場や金融システムを不安定化させる可能性があるため注意が必要である」。同日の議事要旨においても次の部分が意味深長である。「金融システム安定のための方策について、何人かの委員は、日本銀行と政府が一体となって実効性ある総合的な対応を打ち出す必要がある、と主張した。…ある委員は、現在の日本の金融システムの置かれた極めて特殊な事情を踏まえると、日本銀行がある程度リスクを承知のうえで、一国の金融システムを守るために、中央銀行として可能な範囲内で施策を講じる局面にきているのではないか、との認識を述べた」。

また、「政策委員会議長記者会見要旨」（2002年9月18日）では、次のように述べている。「（問）それは銀行の体力、つまり自己資本の問題だとか、そういうものが指標になると考えてよいのか。（三谷理事）ご承知の通り、今、金融機関はTier Iを上回る分の株式を平成16年9月までに処分していこうとしているが、その辺がまだ進んでいない。Tier Iまでの部分をどう考えるかという問題はありますが、Tier Iを超える部分というのは、明らかに過剰な株式の保有と考えられるわけであるので、基本的には、その辺に焦点を当てて物事を考えていきたいと思っている。」

さらに、日銀の株買取について、須田審議委員は記者会見（2002年12月2日）で次のように発言している。

この問題は、元々、「不良債権問題について、日本銀行として、どのようなことが言えるだろうか」という問題意識から出発している。従来、「日本銀行は、金融政策をやっているが、不良債権問題に関しては何もやっていないのではないか」という声をよく耳にした。しかし、日本銀行では、不良債権問題についてどのような見

解を取り纏めることができるのか、という点を以前から勉強していた。その検討過程で、金融機関が保有する株式の買取が浮上してきた。株式の買取がある日突然出てきた訳ではない。…その意味では、私自身は、公表の順序が逆であったかも知れない、つまり、先に「不良債権問題についての基本的考え方」を示し、その中の一つの具体的な対応策として株式の買取を出していれば良かったのではないかと、とは思っている。

万一バッファが十分ではないような状況でショックが起こった場合、どのようにして対応できるのだろうか。その場合には信用収縮が起こるのではないかと。そういうことをずっと考えてきた。そこで、金融機関が抱えているリスクの一部でも取り除くことができれば、そうした信用収縮を起点とする悪循環を避けることができるのではないかと。そのようなことを考えていたので、私は積極的にサポートすると発言した次第である。

記者の質問「きちんとした議論が政策委員会においてなされていたのだろうか、といった疑問は残る。その点はいかがか」に対して、「私自身としては、かなり、きちっと議論したと思っている。色々な問題点も含めて議論できたと思っている」。「例えば、これがどの程度利用されるのか。実際に日本銀行が買うと決めた場合、きちんと認可されるのか。また、多くの人から、『日本銀行のバランスシートは大丈夫か』といった批判も聞かれたが、そうしたことも検討した。また、金融政策との整合性はどうか、PKOと受け止められるのではないかと、などという点も」。「不良債権問題についてはこれだけの問題があり、だからこそ日本銀行としても非常の手段に踏み切る、それほど大変な問題である、ということを示したかった」。

後日、9月24日付『日本経済新聞』において、「検証・日銀 株買取」という記事が載った。「8月上旬、日銀内の小さな会議室に総裁、副総裁を含む9人の政策委員が集まった。会議には、金融システム問題の担当理事、三谷隆博や、銀行経営のチェックを担う考査局の局長、稲葉

延雄ら事務方も参加。日銀として『金融システムの安定化にどう貢献していくか』を検討する特別チームの発足を決めた」。「9月中旬に入って、稲葉ら考査局幹部が動いた。『銀行が持つ株式を減らす策を打ち出せば、金融システム安定に協力できるのでは』… 対策の中心に株問題を据えよう。流れができた」。「12日、海外出張から帰った副総裁の山口泰も満足した表情で具体策を詰めるよう命じた。三谷が全体を統括して極秘作業が加速した。14日からの三連休を返上、銀行保有株を日銀が買い取る案がまとまった」。「今回の案の特徴は、買い取り先を特定銀行に絞った点。『野放図な株買いにもつながらない』と、連休明けの17日朝、案を聞いた政策委員の面々もおおむね賛同を表明した」。「日米首脳会談で首相の小泉純一郎が不良債権処理の加速を公約してきた直後でもあり、財務省サイドは手放しに近い歓迎だった」。「だが、政府内で金融システム問題を担当する金融庁の反応は複雑だ。日銀からの連絡は発表直前と、事実上の『事後通告』と虚突かれた。金融庁が主導して作った銀行等保有株式取得機構も、日銀の株式購入で事実上、その存在意義を失う。『特許侵害ではないか』。金融庁のある幹部は不快感をあらわにした」。「日銀幹部は『ひょっとすると独りよがりになるかもしれない。しかし、それを恐れていたら何も動かない』と語る。日銀はいま、政府がどう動くかに目を凝らしている」。

このように、日銀としては、日本経済の現状に対する強い危機感からいわば非常手段として、今回の方針を決定したと説明しているのである。

第3節 日銀に対する批評の検討

政策発表直後の9月19日付『日本経済新聞』に次のような識者の論評が載った。

嶋中雄二氏（UFJ総合研究所投資調査部長）は次のように「株価の安定通じ悪循環に歯止め」をかけるものとして評価した。「日銀が株式を直接買い取るのは画期的だ。これまで株安が止まらないなかで不良債権処理が加速したため、銀行の体力が消耗し、デフレが進行してきた。

株価の安定を通じて、悪循環を食い止める窮極のデフレ対策となりうる。量的緩和策の強化の一環として株価指数連動型の上場投資信託（ETF）購入をすべきだと思ってきたが、今回の措置はこれを上回る内容だ。日銀は金融政策ではないと説明しているが、量的緩和をサポートする効果も期待できる。株式購入は金融機関へのマネー供給の側面もあるからだ。これに対して、菅野雅明氏（JPモルガン証券東京支店調査部長）は「日銀の資産に致命的欠陥も」生じさせかねないとネガティブな評価を下した。「従来の日銀の主張と全く逆で、にわかには信じられなかった。不良債権処理の促進を約束した日米首脳会談を機に、政府から強い圧力がなかったのではないか。… 値下がりリスクの大きい株式を持つことで、日銀資産は日銀券の信認を失いかねない致命的な欠点を抱えることになる」。

また、英エコノミスト、アンドリュー・スミザーズ氏（スミザーズ・アンド・カンパニー会長）は「場当たりの対策，長期の効果疑問」と酷評した。「日銀の今回の対策は場当たりのな株価維持策に過ぎない。… 政治的な圧力をかわすための方策という色彩が濃い。買入れた株が値下がりすればバランスシートを傷め、国民負担が発生する。日銀は信認低下の大きなリスクを背負った」。これに対して、日本の経済界は、総じて好意的な評価であった。「日銀による銀行保有株の買い取りに関して、経済同友会と日本商工会議所は歓迎の意向を表明した」。

同日付の『朝日新聞』では、深尾光洋氏（慶応大学教授）が「一歩前進、損抱えぬ形で」と限定つき肯定であったのに対して、賀来景英氏（大和総研副理事長）は「政府動かねば日銀孤立」として、次のような否定的な論評を下した。「金融政策でできることはほとんどなく、ついに劇薬を飲んだ、という感じだ。… 昨年3月に『量的緩和』に政策方針を大転換した時もそうだったが、今回は唐突感がある。株価対策で日銀に『圧力』があったのではないかと疑われる」。翌日の9月20日付『朝日新聞』では、「英紙は批判『便宜主義』」として、海外の厳

しい評価を紹介している。「19日付の英経済誌フィナンシャル・タイムズは、日本銀行による銀行保有株の買い取りについて、社説で『絶望的な便宜主義』などと厳しく批判した。『日本のリスク』と題した社説は『9月中旬決算期末を前に株価をつり上げ、銀行が現実から目をそむける時間を稼ぐものだ』と指摘。『簿外の補助金と同然だ』と断じた」。同時に、海外の肯定的評価として、「ムディーズ『安定に資する』」と題して、「米系格付け会社ムディーズ・インベスターズ・サービスは19日、日本銀行が銀行保有株式を買い取る方針について、『脆弱な状態にある日本の金融システムの安定性に資する可能性がある』と、評価するコメントを発表した」と報じた。日銀の越権行為として「麻生政調会長『日銀の介入』」という批判的な意見と同時に、「損保協会評価『踏み込んだ』」という肯定的評価を紹介している。9月22日付『日本経済新聞』は、「20日付の米ウォールストリート・ジャーナル紙は社説で日銀の決断を『自暴自棄の行為だ』と酷評した」と報じた。

このように、原則的な立場から、日銀の今回の措置を厳しく批判する論評と非常事態下の思い切った措置という肯定的な評価が交錯する展開となった。米英の代表的な経済新聞であるウォールストリート・ジャーナルとフィナンシャル・タイムズが極めて厳しい評価を下したのに対して、日本の『日本経済新聞』と『朝日新聞』は、次のように今回の措置を日銀の問題提起と受け止めた上で、政府の積極的な対応を呼びかけるという対照的な内容になった。社説において、『日本経済新聞』は、「政府・日銀は金融健全化へ全力あげよ」と題して、「日銀の今回の決定は市場に驚きを与え、政府が金融システム安定化へ抜本的な対策を打ち出すのではないかと期待感も生み出している。にもかかわらず、政府が従来の政策の延長線上のような対応ですませば、今度こそ政策不信はぬぐいがたいものになるだろう」。『朝日新聞』は、「これは非常事態宣言だ」として、「日銀が打ち出した新政策は、いわば金融の『非常事態宣言』として受け止めるべきであろう。政府が今回も不

良債権問題への対応を怠れば、日本の金融はさらに追いつめられ、衰退するだけだ。

市場の反応として、債券市場への影響があげられる。9月19日付『日本経済新聞』は次のように報じた。「(日銀、銀行保有株買取)債券、上昇相場が一変」と題して、「上昇相場を演じてきた債券投資家に、冷水が浴びせられた。18日は日銀による銀行保有株の買い取り方針を受け、一時はパニック的な売りが広がり債券相場は急落(金利は上昇)。その後買い戻しは入ったものの、強気ムードが支配していた債券市場の様相は一変した」。9月21日付『朝日新聞』は、次のとおりであった。「10年物国債 初の応募額不足」と題して、「余剰資金のはけ口として、『国債バブル』と呼ばれるほど買い上げられてきた10年物国債。その入札が20日、史上初の応募額不足となったことは、資金循環の構造に変化の兆しを印象づけた。デフレ経済が続くなか国債需要は強く、価格が一気に下落するとの見方は少ない。しかし、比較的安定していた債券市場の動揺は、不良債権処理に向け一体となった政策が見えてこないことへの不安、との指摘もある」。「もともと企業の間接決算が集中する9月は、売買が盛り上がりやすく価格変動が大きくなりやすい。さらに、決算を控えた金融機関が、国債価格の急落で含み損が増えるのをおそれ、新発国債への入札を手控えた。そこに『日銀ショック』が加わり、国債相場は荒れた値動きになっている」。9月22日付『日本経済新聞』によると、「20日に円、株式、債券が売られるというトリプル安に直面した市場関係者は、シナリオの読み違いを悟り始めた。…日銀による株式買い取りが他の政策と脈絡のない単独の話ならば、それは非常に危険な賭けだ。中央銀行の信用に前例のない傷を付ける前に、できることはあるはずなのに、日本は政策の優先順位すら付けられないと見なされる恐れがある」。

また、日銀の「株価」(出資証券価格)が15年ぶりに5万円を割り込んだと報道された。株式というリスク資産を日銀が抱え込んだことを市場がネガティブに評価したものという。「日

銀株(出資証券)が17日のジャスダック(店頭)市場で、直近に取引があった13日終値よりも500円安い49500円をつけ、今年の安値を更新した。…日銀株は9月に銀行保有株の買い取りを決めてから下落基調を強めている」(『日本経済新聞』12月18日付)。

第4節 政策論上の意味「物価の安定と信用秩序の維持」

黒田晃生氏の「日銀が銀行保有株を直接買い取りへ プルーデンス政策上も金融政策上も問題が多い決定 日銀の専管事項は「物価の安定」を目的とする金融政策である」(『週刊 金融財政事情』第53巻第37号、2002年9月30日)と題する論文は、日銀の今回の政策の基本的な問題点を原則的立場から批判している。同氏の指摘する「深刻な問題」とは次の3点である。「第一は、わが国全体としてのプルーデンス政策の運営にかかわる問題である」(33)。「『物価の安定』を目的とする金融政策が日銀の専管事項であり、日銀の独立性・中立性が何よりも重視されるべきなのとは違って、プルーデンス政策に関する日銀の政策決定には、やはり金融庁(金融破綻・危機管理に関しては、金融庁および財務省)との緊密な連携と相互調整が求められるのである。なお、2003年4月からのペイオフの全面解禁が事実上先送りされた現状を『金融危機のおそれあり』と判断して対応策をとるべきなのかどうか、小泉首相のリーダーシップのもとでの早急な意思統一が必要と筆者は考える」(34)。

「第二は、保有株式の買取対象となる大手銀行のモラルハザードの問題である。日銀による銀行保有株式の買取方針は、『金融機関が不良債権問題の克服に着実に取り組める環境を整備する』ための一種の恩恵措置であり、これまでの過大な持合株式保有のリスクをとり、不良債権問題の処理を先送りしてきた大手銀行の経営責任をなんら問うものではないからである」(34)。「この点、『金融危機対応会議』が金融危機のおそれがあると判断して公的資金注入や一時国有化などの対応措置がとられた場合には、対象と

なる金融機関の経営責任が厳しく問われる筋合いであるのに比べて、やはり大手金融機関に対して甘すぎる提案といわざるを得ない」(34)。

「第三は、日銀が株式を買い取る企業の『コーポレート・ガバナンス』の問題である。日銀は大手銀行から買い取った株式を『最長で10年程度』保有することを想定しながら『大株主になっても原則として議決権は行使しない』との考えを表明しているが、もしそうであれば、自ら『物いわぬ株主』になることを選択して、企業の経営者に『コーポレート・ガバナンス』上の恩恵を与えることになる」。かといって、「主要株主となった日銀が議決権を行使することになれば、変則的な『国有化』ともいうべきものであり、いずれにせよ、どの企業の株式を買い取るのかという問題と絡んで、非常に悩ましい問題である」(34)。

さらに、黒田氏は「今回の日銀による銀行保有株式買取方針の決定に対しては、日銀がこれまで実施してきた金融政策（および、金融政策運営に関する日銀の基本的な考え方）とどのように関連するのかという疑問をだれしもが抱いている」(34)として、次のように批判する。「9月18日の速水総裁記者会見において、日銀による銀行保有株式の買取りは、『株価対策ではないし、流動性を供給する手段でもない』として、金融政策とは別個の政策手段であることは強調されている。しかし、日銀による銀行保有株式の買取りは、変則的ではあるとはいえ、株式市場に対する日銀の介入であり、ましてや、すでにEFTの購入という形での株式市場での買いオペレーションが国内外の学者などから提案されていたことを勘案すると、金融政策との関連で今回の方針決定がどのように位置づけられるのかを『金融政策決定会合』において審議し、その内容を速やかに公表すべきである」(36)。

以上の黒田氏の批判は基本的に正当であり、日銀の今回の措置の基本的問題点を指摘しているといえよう。ただし、これらの点は日銀自身が承知のうえで実施したものが多く、「非常手段」という表現に暗黙のうちに含まれていると思われる。日銀には「非常手段」に訴えること

によって、不良債権の早期処理を促すという狙いがあり、柳沢金融担当大臣を事実上更迭し、竹中金融担当大臣就任を実現するきっかけになった。いわば政治的効果を狙ったわけであるが、政治的思惑とは別に、その基礎には、不良債権問題が量的緩和政策の効果を大きく阻害しているという日銀の認識があると思われる。不良債権が資金のパイプを目詰まりさせて、ベースマネーの累積にもかかわらず、市中へのマネーサプライの増加につながっていないという考え方である。ここでは、この認識の誤りを指摘しておきたい。

マネーサプライの増加は、市中の資金需要に対応した市中銀行の信用創造により生み出される。マネーサプライが増加しない基本的な原因は資金需要がないことにある。実体経済に資金需要が発生しない限り、不良債権を処理したとしても、信用創造の増加は見込めず、マネーサプライの増加も現実化しない。不確実性は資本主義経済の宿命であり、財政金融を中心としたマクロ経済政策は実物経済の運動に対して補助的な影響を及ぼすだけであるという限界を認識することが重要である。貨幣数量説に基づくインフレーターゲッティング論など誤った政策採用圧力と、日銀の政策の混乱は、財政規律の崩壊と貨幣制度の混乱を進行させる可能性が高い。

おわりに

「ショックに弱い経済の現状を考えると、金融システムなどへの不安感が市場で増幅するのを防ぐのも日銀の重要な役割だ」（富士通総研理事長福井俊彦氏の談話『朝日新聞』2003年1月17日付）という観点から見ると、今回の日銀による市中銀行からの直接の株式買取策もポジティブな意味を持つといえる。しかし、本来の中央銀行の役割から逸脱したものであることも事実で、経済の「危機的な状況」を理由に何でもありの政策をとることは無制限に許されるものではない。次のような中原伸之氏のアイデアは、きわめて危険なふりかまわない政策の典型であろう。「マネタリーベースを四半期ごとに前期比5～6%増やす。そのために日銀は、

国債購入額を現在の1兆2千億円から、とりあえず2兆円まで増やし、当座預金残高を上積みしていく。「ただ、金融政策と同時に、財政による有効需要喚起策も必要になる」。「財源は国債発行でまかなう」。「政府は新規国債を発行することになるが、ポイントはそれと同額の長期国債を市場から購入することだ」（『朝日新聞』2003年1月18日付）。これは、事実上、無規律な財政支出を国債の日銀引受でまかなうことを主張している。同氏が主張する「インフレ目標」は、日銀に国債購入を促す手段に過ぎないようだ。さらに、「実体経済が反転すれば、金融緩和が効く」というが、同氏が強く主張してきた「量的緩和」や「インフレ目標」は実体経済が反転するまで効かないということになる。このような混乱した談話の背景には、現状に対する絶望的な危機感から冷静さを喪失した姿が見えてくる。日銀がこのような冷静さを欠く政策を繰り返すならば、事態はいつその混迷に陥る可能性がますます高まってくるだろう。

日本経済の混迷の基本は、国際分業関係の再

編成に対応した新産業が育っていない点にあり、「粘り強く新しい成長分野を模索する過程が必要とされる」（宮川努「経済教室：大胆な産業構造転換必要」、『日本経済新聞』2003年1月27日付）のである。「中国や韓国のキャッチアップで生じた産業構造の流れを逆流させるのでなく、むしろ国内の非製造業の生産性を向上させるとともに技術革新を通して新たな産業やビジネススタイルを確立する方向へ注力するよりほかにない」（同上）。中央銀行は実物経済を含む経済の流れを正しく把握したうえで、時々の政治的圧力に屈することなく、中央銀行のあるべき枠組みを堅持しなければならない。その意味で、今回の市中銀行からの直接的な株式買取は中央銀行のあるべき枠組みからの逸脱というそしりを免れないであろう。今後、規律の弛緩した財政の結果としての国債の買い取り増額を際限なく繰り返していけば、政府と日本銀行の信認は間違いなく崩壊への道をたどることになるであろう。

Stock Purchasing Plan of the Bank of Japan

Jiro KIMURA

The Policy Board of the Bank of Japan announced the stock purchasing plan on September 18, 2002 (“New Initiative Toward Financial System Stability”) in which the Bank would explore possible policy measures to enhance financial institutions’ efforts to reduce their shareholdings. And on October 11, at a regular board meeting, the Board approved basic guidelines on the purchase of stocks held by commercial banks. The purpose of this plan is to secure financial system stability and to foster disposal of nonperforming loans.

This plan is not traditional but truly exceptional in the history of the central bank of the world. We will research the facts and the reviews about the plan, and make it clear the problem of it. Our conclusion is that not only this plan is no main job of the central bank but also the plan will injure credibility of the Bank of Japan. Because stocks are very risky assets, the central bank should not have such a risky asset as stocks. It is true that it has some positive effect to secure the stability of financial system, but at the same time it has negative effect on the quality of the asset of the BOJ.