

日本銀行と金融政策

——今を賢く生きるために——

—— 須田審議委員講義録

須田審議委員は、今年6月19日に京都大学、また同じく7月10日に琉球大学で特別講義を行いました。

主なテーマは以下の三つです。第一に、日本銀行の機能と目的、および、政策委員会と審議委員について簡単に説明しています。この中では、政策運営の透明性を果たすうえで直面している課題などについても言及しています。第二のテーマは、最近の金融政策運営の基本的な考え方に関する説明です。世の中では、「金融引締め政策とは、金利を引き上げて通貨流通量を抑制し、経済活動にブレーキをかけることであり、金融緩和政策はその逆である」、また、「中央銀行は、景気と物価の安定を図るために、公定歩合操作、公開市場操作、および、預金準備率操作を実施している」などという理解が一般的です。ところが、現在、短期金融市場では、翌日に期日が来る取引の金利（オーバーナイト物金利）は事実上ゼロ%で推移しています。このように世界の歴史上でも極めて特異な状況の下で、どのような考え方に基づいて金融政策の運営に当たっているかという点を説明しています。第三のテーマは、家計の金融資産選択行動です。ここでは、①金融・経済に関する知識や考え方を身に付けることの重要性、②家計の金融資産選択を巡る環境の変化、③家計の金融資産選択が多様化する意義などについて説明しています（なお、講義録の全文は、インターネット上の日本銀行ホームページ<<http://www.boj.or.jp/>>から入手可能）。

1. 日本銀行の機能と目的

1-1. 日本銀行の機能と目的

はじめに、日本銀行の機能と目的を説明します。日本銀行をはじめとする中央銀行の基本的な機能とは何でしょうか。まず思い浮かぶことは、銀行券の発行であると思います。では、銀行券とは何でしょうか。

私たちは、日々、経済取引を行っています。取引を行うと、「もの」や「お金」を受け取る

権利（債権）と引き渡す義務（債務）が生じます。例えば、品物を売買すると、売り手には、「品物を渡す債務」と「お金を受け取る債権」が生まれ、また、買い手には、「品物を受け取る債権」と「お金を支払う債務」が発生します。このうち、「お金」についての債権・債務関係を解消させることが「決済」です。そのための重要な手段の一つが銀行券です。銀行券の特徴は、それを取引相手と受け払いすることによっ

て決済を完了できることにあります。「決済を完了させる」ということは、経済取引によって生まれた債権・債務関係を何も条件を付けずに解消することです。銀行券のように、その受け払いによって最終的に決済を完了させる決済手段のことを、専門的には、「ファイナリティを備えている決済手段」と呼びます。

また、金融機関は日本銀行に当座預金を保有しています。日銀当座預金は、いつでも、額面で、銀行券に交換できる決済手段です。したがって、日銀当座預金も、「ファイナリティのある決済手段」です。

要するに、日本銀行をはじめとする中央銀行の機能とは、つきつめれば、「ファイナリティのある決済手段の発行と管理」、これを平たく言えば、「人々が安心して『お金』を使うことができるようにすること」である、ということになります。

そのためには次の二つの前提条件を確保することが必要です。一つは、通貨の価値が安定していること、すなわち「物価の安定」です。もう一つは、「お金」は金融システムを通じて一国の経済の隅々まで流通しますので、金融システムの安定性が維持されていることです。日本銀行が、通貨の中でも最も根源的あるいは中核的な通貨である「銀行券」の発行主体として、「物価の安定」および「金融システムの安定性の維持」に強い関心と責任を感じることは当然のことです。

そして、こうした状況を確保することが日本銀行の「目的」です。日本銀行法第一条および第二条をみますと、日本銀行の目的は、①銀行券を発行すること、②通貨および金融の調節を行うこと（金融政策を運営することです）、および、③資金決済の円滑の確保を図ることを通じて信用秩序の維持に資すること（金融システムの安定の維持ということです）であり、さらに、通貨および金

融の調節を行うに当たっては、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」をその理念とするべきであると定められています。これを平易な表現で言い換えますと、日本銀行の目的および理念とは、「物価の安定」と「信用秩序の維持」——あるいは、「金融システムの安定の維持」——の達成であるということになります。このように、日本銀行の「目的」とその「機能」は表裏一体の関係にあります。

1-2. 日本銀行の業務

そこで、日本銀行の業務の一端を具体的に説明します。日本銀行の業務は多岐にわたりますが、一つ一つの業務が日本銀行の目的に結び付いています。

（発券業務）

一つは、発券業務と呼ばれる業務です。日本銀行では、日本全国津々浦々の取引が円滑に決済されるように、銀行券の発行、流通、管理などに関する業務を行っています。「銀行券の管理」と聞いてもピンと来ないかもしれませんが、日本銀行は、窓口に戻ってきた銀行券について、再び世の中で使うことに適するものか否かという視点から汚れや毀損の度合いなどをチェックしたり、偽造や変造されたものが含まれていないかどうかを厳重に調べています。地味ですが、皆様に銀行券を安心して使って頂くためには不可欠な仕事です。

（決済業務）

次に、決済に関する業務です。皆様は、民間の金融機関に口座を持ち、振替や送金というかたちで、日々の決済を行うことも多いと思います。例えば、インターネットで買い物すると、

自分の預金口座から代金が引き落とされ、売り手の預金口座に入金されることがあります。これらの預金口座が同じ金融機関にない場合には、皆様の預金口座を開設している金融機関と相手先の預金口座がある金融機関の間で、資金の受け払いが必要になります。皆様は、自分が振り込んだ時点で「支払いを済ませた」と思うでしょうが、その時点では、民間金融機関同士の債権・債務関係が残っています。その決済は、民間金融機関が日本銀行に預けている当座預金の振替で行われます。

したがって、日本銀行には、日本中のあらゆる取引の決済が集約されるといっても過言ではありません。因みに、昨年中に日銀当座預金を通じて決済された金額は、1営業日平均（片道ベース）、約2万件、約77兆円に達しています。

日本銀行は、このように銀行券や日銀当座預金という決済手段を自ら提供しているほか、国債に関する証券決済制度（国債振替決済制度と国債登録制度）を運営しています。日銀当座預金の受け払いや国債の受け渡しをオンライン処理により効率的かつ安全に行うためのコンピュータ・ネットワークとして、「日銀ネット」と呼ばれるシステムを運行しています。また、民間においても、決済システムをより良いものにするための努力が続けられていますが、日本銀行は、こうした民間の取り組みをサポートすることを通じて、資金の受け払いや証券の受け渡しを便利に安心して行うことができるように努めています。

（金融市場調節）

次に、金融政策についてみていきます。日本銀行は、「物価の安定」を確保するために、金融政策を運営しています。高校の教科書などをみると、金融政策の運営手段について、公定

歩合操作、公開市場操作、預金準備率操作という三つの方法が並列的に書かれています。しかし、今日では、金融政策の主たる手段は公開市場操作です。そこで以下、公開市場操作について説明しますが、わが国では「金融市場調節」という用語が一般的ですのでこの言葉を使います。

現在の金融市場調節は、金融機関全体が保有する日銀当座預金残高を直接の対象としています。日銀当座預金の役割は次の三つです。第一に、金融機関が、日本銀行、国、および、他の金融機関との取引を決済するための手段という役割です。これは前に説明したとおりです。第二に、金融機関が個人や企業に支払う銀行券の支払準備としての役割があります。また、第三に、準備預金制度の下での準備預金としての役割があります。わが国の準備預金制度は、「準備預金制度に関する法律」（1957年施行）により導入されました。金融機関は、受け入れている預金等の債務の一定比率（準備率）以上の金額を日本銀行に預け入れることを義務付けられています。

金融機関は、通常の状態であれば、無利息である日銀当座預金の残高を必要最小限に止めるように調整します。実際の残高がこうした目途を下回っている場合には、短期的な対応として、他の金融機関が持っている余裕資金を借り受けることになります。金融機関同士が資金を貸したり借りたりする場所が短期金融市場です。一般には、金融機関が必要とするだけの当座預金残高を保有できない状態が放置されますと、短期金融市場から資金を借り入れる需要が増えるため、金利上昇圧力が強まります。逆に、金融機関が必要とするよりも多くの当座預金を保有すると、余った資金が運用されるようになりますので、金利低下圧力が強まります。

そこで、日本銀行は、金融機関との間で、手

形や国債を売買することなどによって、金融機関が全体として保有する当座預金の残高を調節します。これが「金融市場調節」と呼ばれる業務であり、金融政策運営における主要な手段です。

（最後の貸し手としての業務）

ところで、既に説明したとおり、決済手段としての「お金」、あるいは、通貨は、日本銀行が発行する銀行券や当座預金だけではありません。むしろ、個人や企業間の決済では、民間金融機関の預金口座が使われることが一般的です。すなわち、金融機関の預金も、銀行券と等しい価値を持つことを前提にして、決済手段として機能しています。

預金は金融機関の債務です。したがって、預金が決済手段として機能するためには、「金融機関の預金がいつでも銀行券に交換することができる」という信頼感が堅持されていなければなりません。先ほど、「中央銀行の機能とは、人々が安心して『お金』を使うことができるようにすることである」と申しました。そのためには、「中央銀行が発行する銀行券に対する信認」と、「民間金融機関が発行する預金通貨に対する信認」の二つの信認が不可欠です。これらの信認こそが現代の通貨制度、あるいは、決済システムを支える根幹です。

預金に対する信認が確保されるためには、何よりも、個々の金融機関自らが自己責任原則に基づき経営の健全性の維持に努めなければなりません。そのうえで、万が一、個別の金融機関の経営に何らかの問題が発生した場合に、それが他の金融機関の経営を揺るがせ、金融システム全体が混乱に陥る事態を回避するための仕組みが必要になります。それがセーフティ・ネットです（元は、サーカスで空中ブランコなどの

演技者の安全を護るために設置する安全網という意味です）。わが国の場合には、大きく分けて、政府、日本銀行、および、預金保険機構の三者が相互に連携して金融システムのセーフティ・ネットを運営しています。このうち、日本銀行が担う機能が「最後の貸し手の機能」と呼ばれるものです。万が一、金融システムの一隅に問題が生じ、それが他の金融機関、他の市場、または金融システム全体に波及する可能性が高まった場合に——すなわちシステム・リスクが顕現化する恐れがある場合に、——日本銀行は、金融システムの機能を維持するために、最後の貸し手として、必要最小限の資金を一時的に供給します。

こうした「最後の貸し手」という機能を円滑かつ迅速に発揮するためには、日頃から、個別金融機関の経営の健全性はもとより、金融システム全体として過度なリスクの集中が起きていないか、あるいは、金融機関取引の連鎖がどのようになっているかといったことを把握する必要があります。また、金融機関の決済機能、および、仲介機能——貯蓄と投資の橋渡し——がどのような状況にあるのかを常に注意深くチェックすることは、金融政策の波及効果・経路を把握するうえでも非常に重要です。こうした観点から、日本銀行は、定期的に金融機関に立ち入り、業務運営の実態や各種リスクの管理状況、自己資本の充実度や収益力などを把握しています。これが「考査」と呼ばれる業務です。また、金融機関などに立ち入って調査する「考査」以外にも、日常的に取引先金融機関の経営実態や業務運営をモニタリングしています。これらも、日本銀行がその目的を達成するうえで極めて重要な仕事です。

以上、日本銀行の目的と機能という観点から、私どもの多岐にわたる業務の一端をご紹介しました。

1-3. 政策委員会と審議委員

(政策委員会)

次に、自己紹介も兼ねて、日本銀行の政策委員会と審議委員について説明します。

日本銀行では、決定と執行の責任が明確に分かれています。政策委員会は、日本銀行における最高意思決定機関です。「政策」という文字がついていますが、金融政策だけではなく、日本銀行の政策・業務運営に関する重要な方針を全て決定しています。政策委員会の議決が必要な事項は、金融政策から、人事、経理などの内部管理まで、多岐にわたります。

政策委員会とは、機関の名称であるとともに、その機関が開く会議の名称でもあります。政策委員会は、議決する事項の性格に応じて、二つに分かれます。一つは「金融政策決定会合」です。ここでは金融政策運営に関する事項が議題になります。毎月1～2回開催されます。もう一つは、「通常会合」です。ここでは金融政策運営に関すること以外の重要な事項について議論・決定します。原則として、週2回、火曜日と金曜日に開催されます。

政策委員会は9名の委員によって構成されています。総裁、2名の副総裁、そして、6名の審議委員です。私は、6名の審議委員の1人です。この9名は、国会の同意を得て、内閣によって任命されます。9名のうち、執行を兼ねるのは総裁と2名の副総裁の計3名であり、審議委員は執行を担当しません。政策委員会で決定された方針に基づいて実際に業務を執行するのは、審議委員を除く役員と職員です。

こうした組織運営は、米国の株式会社の多くで採用されているコーポレート・ガバナンスに近い性格を持っています。従来、日本の株式会社のコーポレート・ガバナンスについて、取締

役会が経営を監視するという本来の責任を果たすことが難しい、あるいは、それを十分に果たしていない、と指摘されてきました。最近では、こうした反省を踏まえて、コーポレート・ガバナンスを強化する取り組みがみられるようになりました。また、今年度の商法改正では、コーポレート・ガバナンスの仕組みが見直されています。これに対して、米国では、一般に、取締役会がスリムで、その過半数は執行を担当しない社外の者が占め、そして、意思決定の場では社外の取締役も積極的に発言し執行責任も併せ持つ社長が積極的に応じていると言われていす。このように考えますと、日本銀行の政策委員会は、米国流の、あるいは、最近日本でも一部の民間企業が取り入れ始めている新しい取締役会 (board) に近い性格を持っています。

(審議委員としての生活)

もともと、米国流の取締役会とは異なる面があります。それは、ボードメンバー全員がフルタイムの常勤の役員であるという点です。時々、「毎日、日本銀行に出勤しているのか」と尋ねられることがありますが、私は、現在、日本銀行政策委員会審議委員の職務に専念しており、毎日出勤しています。

実は、私は、日本銀行法が改正されるプロセスに関与していました。日本銀行は、1882年に設立され、今年で120周年を迎えますが、現在は、1997年に全面改正され、翌1998年に施行された日本銀行法に基づいて運営されています。現在の日本銀行法は、1996年に当時の橋本総理大臣の下で設けられた「中央銀行研究会」、さらに金融制度調査会と議論が重ねられ、改正法案が策定され、国会の審議を経て、成立しました。当時、私は、一人の経済学者として、この

「中央銀行研究会」に参加していました。そこで日本銀行の組織を議論していた時のことですが、私は、「政策委員会は、日本銀行の外部出身者が過半数を占めるとしても、外部であった筈の人が次第に内部化される可能性があるのではないか」といった懸念を述べたことがあります。

こうした経緯もありますので、今日では、国民の皆様方だけではなく、当時の自分自身の厳しい視線にも晒されているように感じています。いずれ退任する時期が来る時に、「『当時の懸念は全く杞憂だった』と当時の自分に対して胸を張りたい」と思います。そのためにも、日本銀行が蓄積している知識、経験、あるいは、見識などを学び吸収したうえで、外部の有識者の意見にも耳を傾けながら、私自身の頭でしっかりと考え、政策委員会の一員としての責任を全うしなければならないと考えています。

(金融政策運営に関する説明責任)

ところで、金融政策は金融資本市場を通じて実体経済活動に影響を及ぼします。したがって、金融政策が十分な効果を持つためには、その時々金融政策が、どういう理由で、どういう手続きを踏んで、どのような議論のうえで採られているのかという点を市場参加者をはじめとする国民一般にきちんと理解して頂くことが必要です。これを一言で言えば、「透明性」、あるいは、「アカウンタビリティ」（説明責任）ということです。

また、私は、将来の政策運営をより良いものにするためには、現在の政策運営の考え方や狙いなどを後年検証し、反省すべきことをきちんと反省できるようにすることが不可欠であると考えています。こうした観点からも、政策運営の透明性の向上は重要な意義があると思っています。

そこで、私が、政策委員会の一員として、政

策運営の透明性の向上に取り組むうえで、悩ましいと思っていることをお話しします。

本題に入る前に、まず、金融市場調節の基本方針を決める金融政策決定会合の議事の流れを説明します。会合の2営業日前までに、金融政策決定会合の召集通知と説明資料が配付されます。この説明資料は、日本銀行のスタッフが金融経済情勢に関する分析を取りまとめたもので、図表を含め大部のものです。そこで、これらの事前資料、また、それまでの間に外部の有識者と意見交換した内容やその他の調査資料などを十分に検討して、金融経済情勢に関する判断や金融政策運営に関する考え方を概ね固めます。

会合当日は、最初に、行内スタッフが、事前に配付している説明資料などにに基づき、金融経済情勢について説明します。具体的には、最近の金融市場調節の実績、金融・為替市場動向、海外金融経済情勢、および、国内金融経済情勢について報告と質疑応答が行われます。こうした説明を聞きながら、「この部分は私の見方と同じだ」とか、「この見方は少し甘い」などと考えながら、自分自身の情勢判断をさらに練り上げ、次のステージに備えます。

それは、金融経済情勢および当面の金融政策運営方針に関するボードメンバー間の本格的な討議です。まず、金融経済情勢について、一人一人が、順番に、自分の意見を披露します。各メンバーの発言が一巡しますと、互いの現状認識が概ね理解されることになります。そのうえで、他のメンバーの発言についての質問や意見などが示され、議論が深まっていきます。次に、こうした金融経済情勢に関する認識を踏まえて、当面の金融政策運営方針に関する討議に入ります。この討議は金融政策決定会合のクライマックスと言っても過言ではありません。先ほどと

同じように、各メンバーが、順番に、自分の考え方を説明し、そのうえで追加的な討議がなされます。また、議長である総裁は、全体の議論を引き取るかたちで、意見を述べます。このようにして、ボードメンバー全体で、意見をすり合わせたり、違いを明確にしたりします。そして、採決の対象になる議案の内容が次第に固まっていきます。また、政府からの出席者も意見を述べます。

そして、議論が十分に尽くされたところで、議長は、会合における議論を集約するかたちで議案を取りまとめ、採決を行います。また、ボードメンバーの中から異なる議案が提示されることもあります。各メンバーは、議決書類の賛成、反対、棄権のいずれかにサインをします。なお、採決する際には、政府からの出席者は一時退出して頂きます。このようにして当面の金融政策運営方針が決まります。

こうした議事の流れからご理解頂けると思いますが、金融政策決定会合では、議案は政策委員会の討議の中で出来上がります。予め、議案が用意され、その議案に対して賛成・反対の意思を表明する訳ではありません。世の中では、こうした実態が必ずしも十分には理解されていないように思うことが少なくありません。

また、私は、親しい知人などから、「審議委員一人一人の顔がみえない」と言われることがあります。それは、「金融政策運営について、他のメンバーとはどのような点で意見が違うのかを明らかにしてほしい」というニュアンスが含まれているように思います。仮に、私が、現在の金融政策運営方針に反対の立場を取っていれば、政策委員会の多数意見と自分の意見を区別して説明することは比較的容易であると思います。では、私も、現在の政策運営方針に賛成票を投じている場合にはいかがでしょうか。

確かに、政策委員会における多数意見が主たる議案になりますが、その背景にある考え方の細部まで各メンバーが完全に共有しているとは限りません。金融政策決定会合において決定しなければならないこと、すなわち議案に明記されることは、あくまでも、次回会合までの金融政策運営方針です。ところが、私を含め、各メンバーが金融政策運営方針について議論する場合には、次回会合までの金融政策運営を考えているだけではなく、その先の展開を視野に入れています。常に、金融経済情勢の変化を踏まえ、また、先行きの展開を見通しながら、「金融政策をどのように運営するのが望ましいのか」と自問自答しています。このため、私も、他のメンバーが示した問題意識や着眼点などを会合後に吟味し、自分の考え方を固めて、次の会合に臨むことがあります。喩えて言えば、ある会合で撒かれた種が後の会合で実ることがあります。いずれにしても、毎回の決定会合で決める次回会合までの金融政策運営方針は、一つの重要な結論ですが、同時に、金融政策運営を巡る私どもの検討の一部に過ぎないと言っても過言ではありません。

したがって、現在の金融政策運営方針に賛成する場合でも、私なりの意見や考え方はあります。もっとも、それを煎じ詰めますと、「次回会合以降の、先行きの政策運営についてどのようなことを考えているか」という論点に突き当たっていくように思います。こうした場合に、「個人的な意見である」と断わるとしても、「そのような考え方は政策委員会全体としてある程度共有されているのではないか」という憶測を招き、金融資本市場に無用の混乱を来すことにもなり兼ねません。こうしたことも考えると、実は、「自分の顔や自分らしさをみせる」ということは、一般に思われているほど簡単なこと

ではありません。

しかし、私も、政策委員会の一員として、政策運営の透明性を高め、説明責任を果たすという重い責任を負っています。今後とも、私自身の「顔」をみせる工夫と努力を積み重ねていかなければならないと思っています。しかも、今日では、日本銀行が対話する相手は、金融市場の関係者だけではなく、一般の生活者まで含まれます。多くの人々が理解できるように平易に、かつ、論理的に説明しなければなりません。これも、「言うは易く行は難し」です。実は、本日の特別講義も、私が日頃考えていることなどを直接説明したいという思いに駆られ、先生方にお願ひし、実現したものです。

2. 現在の金融政策運営の基本的な考え方

大学でマクロ経済学を学び始めますと、「金

融政策とは、ハイパワード・マネーの供給量を調節して、利子率の水準を変える政策であり、それをわが国で担当しているのが日本銀行である」、「金融を緩和すると、利子率が低下し、投資が増加し、総需要が増大する」ということを教わります。こうした理解の下で現在の金融政策運営をみますと、「短期金利の極く僅かの低下が实体经济活動に及ぼす効果は非常に小さいのではないか」、あるいは、「金融市場調節において目標とすべきものが日銀当座預金という『量』なのか、それとも短期金融市場の『金利』なのか、という問題はともかくとして、短期金利が事実上ゼロ%近傍まで低下している状況の下で、金融政策にできることが残っているのか」という疑問を持つだろうと思います^(注1)。そこで、次に、現在の金融政策運営の基本的な考え方に関して説明します。

(注1) 「ハイパワード・マネー」とは、「流通現金(銀行券<お札>+貨幣<硬貨>、但し、金融機関が保有する分も含む)」と「金融機関の中央銀行預け金」(わが国の場合には、「日銀当座預金」)を合計したものです。「ベース・マネー」や「マネタリーベース」とも呼ばれています。これは、中央銀行以外の経済部門に対し中央銀行が供給している狭い意味での「通貨」の総量を示す指標です。なお、銀行券も貨幣も日本銀行の窓口から世の中に送り出されるという点では共通です。もっとも、わが国では、国が銀行券と貨幣を製造する一方、発行する主体は、銀行券が日本銀行、貨幣が国と分かれています。

これに対して、銀行券と貨幣を合わせた「現金」と金融機関に預けられている「預金」の合計がマネーサプライです。マネーサプライとは、「経済全体に供給されている通貨の総量」です。但し、金融機関や保険会社、あるいは、中央政府が資産として保有する「現金」や「預金」などは含まれません。一般法人、個人、地方公共団体などが保有する「現金」や「預金」が対象です。なお、ベース・マネーやマネタリーベースに含まれる流通現金には金融機関が保有する分が含まれます。この点はマネーサプライとは定義が異なります。

「預金」には、当座預金、普通預金、定期預金、外貨預金、譲渡性預金など、幾つかの種類があります。マネーサプライ統計では、個人や企業などがどの程度容易に決済手段として利用できるかという観点から、これらの預金を、幾つかのグループに分けます。そのうえで、どのような預金まで含めて集計するかという違いによって幾つかの指標があります。

このうち最も代表的な統計が、「M2+CD」です。これは、最も容易に決済手段として用いることができる「銀行券」、「貨幣」、銀行、信用金庫などの「要求払預金」の合計に、「定期性預金」や「譲渡性預金(CD)」などを加えたものです。今年6月の平均残高をみますと、「M2+CD」は670兆円です。このうち、「銀行券」と「貨幣」からなる「現金」は64兆円と、マネーサプライの1割弱に過ぎません。残る約9割は、個人や企業などが金融機関に預けている「預金」(要求払預金、定期性預金、および、譲渡性預金など)です(後掲参考資料1「マネタリーベースとマネーサプライ」をご参照下さい)。

2-1. 現在の金融政策運営の構成要素

現在の金融政策の主な構成要素は二つです。

(豊富な資金供給)

第一に、日本銀行は、昨年3月、金融市場調節の主たる操作目標を、従来のコールレート、すなわち「金利」から、日銀当座預金の残高という「量」に変更しました。

日本銀行は、金融市場調節の操作目標を「量」に切り換えた昨年3月以降、極めて豊富に資金を供給しています。どの程度「豊富」なのでしょう。現在、銀行と信用金庫は、企業や個人などから約600兆円の預金を預かっています。準備預金として日銀当座預金に預けなければならない金額は4兆円強です。日本銀行は、準備預金制度によって必要とされている水準である4兆円強という金額を遥かに上回る、非常に豊富な資金を供給しています。現在、当座預金残高の目標額は10～15兆円という範囲であり、実際に当座預金残高は15兆円程度で推移しています。

この結果、金利の動きをみますと、期日が翌日となるオーバーナイト物取引の金利（無担保）は、0.001～0.002%と、史上最低水準で推移しています。例えば、無担保コール取引のオーバーナイト物金利が0.001%としますと、100億円の資金を翌日まで運用する場合に得られる利息は僅かに274円に過ぎません。因みに、1999年2月から昨年8月まで、いわゆるゼロ金利政策が実施された期間でも、その最低値は0.02%でした。現在の金利水準はその10分の1程度です。現在は、「超ゼロ金利」と呼べるような状況です。

(コミットメント効果)

現在の金融政策の第二の特徴点は、コミット

メント効果、あるいは、時間軸効果と呼ばれる効果です。

現在、日本銀行は、只今申し上げた金融市場調節の枠組みを、消費者物価の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで続けることを約束しています。

当然のことながら、経済情勢は刻々と変化します。したがって、いかなる中央銀行でも、経済や物価の動きと無関係に、「一定の期間にわたって絶対に金融政策を変更しない」と宣言することはできません。こうした中で、日本銀行は、消費者物価指数の前年比という、誰にでも分かる指標をベースにして、それが安定的にゼロ%以上になるまで現行の金融市場調節方式を続けると約束しています。その意義を説明します。

一般に、企業や個人は、現在の経済状況だけではなく、将来の経済状況やそれに影響を及ぼす現在や将来の経済政策のことも考えながら、現時点の投資や消費を決定します。こうした企業や個人の行動を踏まえ、経済政策は、現在だけではなく、将来の経済行動に対しても働き掛けることができる筈です。

例えば、短期金融市場には、3か月物や6か月物といった、少し期間が長めの、ターム物と言われる資金の取引があります。これらの金利は、基本的には、現在から3か月後や6か月後までの間に、（期日が翌日の）オーバーナイト物の金利がどのように推移するか、という予想に基づいて決まります。

こうした市場参加者の予想は様々な要因によって変化します。この中でも、日本銀行の情勢判断は非常に重要な要因であると考えられます。日本銀行は、毎月、金融経済情勢に関する判断を明らかにしています。その基本的見解を

みますと、今春以降、情勢判断を徐々に上方修正させています。そこで、仮に、今、日本銀行が、現在の金融緩和を継続する条件について明確な基準を全く示していない場合を想像してみましょう。金融市場では、日本銀行の情勢判断が徐々に上方修正されていることを踏まえて、金利先高観が強まっていた可能性が高いと思います。先ほど申し上げたとおり、金融市場において、「オーバーナイト物の金利が数か月後には上昇している可能性が高い」という見方が広がりますと、それ以降の長めの金利は現時点で上昇することになります。

ところが、日本銀行は、「現在の金融市場調節方式を、消費者物価の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで続ける」と約束しています。そこで、仮に、金融市場の参加者が、「日本銀行の情勢判断は少しずつ上方修正されているものの、消費者物価は、今年度、来年度とも、前年比1%弱のマイナスが続くだろう」と予測し、「したがって、1年物金利は、当分の間、ゼロ%近傍で推移するだろう」という見方が広がっているとしましょう。このような短期金利の見通しが浸透すれば、それを反映して決まるより長い期間の金利も極めて低い水準に止まることになります。

実際に、現在、短期金融市場では、日本銀行が潤沢な資金供給を続ける下で、オーバーナイト物金利は、引き続きゼロ%近辺で推移し、また、ターム物金利も落ち着いた動きを続けています。また、長期国債の流通利回りも、1.3~1.5%程度という極めて低い水準で推移しています。日本銀行が現在の金融緩和を継続する条件について明確な基準を予め示していることが、無担保コール・オーバーナイト物の金利だけではなく、より長い期間の金利を低く抑えるうえで大

きな効果を発揮していると考えられます。

2-2. 金融緩和の効果

私は、現在の金融緩和政策の意義について、金利低下によるコスト効果だけではなく、流動性リスク・プレミアムを通じる効果が特に重要であると考えています。以下では、この考え方を詳しく説明することにします。

「流動性」とは、どの程度低いコストで、どの程度速やかに現金（ファイナリティのある決済手段）に交換することができるかを示す尺度です。同時に、流動性が高い資産という意味でも用いられています。最も流動性が高い資産は、言うまでもなく、現金そのものです。また、日銀当座預金も、銀行券と全く等しい価値を持ちますので、最も流動性が高い資産ということになります。

そこで、金融資産の価格と流動性の関係を考えましょう。例えば、緊急に資金を用意しなければならない事態が生じ、手元の金融資産を売却するというケースを考えます。ある資産は速やかに売買が成立し、別の資産は市場に出した売り注文がなかなか履行されないとします。皆様がどちらの資産を購入するかと問われれば、他の条件が一定であって価格が同じであれば、前者を選ぶと思います。したがって、実際には、両者の価格が同じになるということではなく、流動性の違いを反映して換金し易い資産の価格が相対的に高くなります。やや専門的な言い方をすれば、資産価格については、将来それを換金する場合に必要であるとみられる取引コストがディスカウントされています。そのディスカウント分は、投資家が流動性リスクを取る見返りに求める報酬であり、流動性プレミアムと呼ばれます。

後ほど詳しく説明しますが、一般に、金融資産を選択する場合にはそのリスクとリターンを考えます。リスクについては、信用リスク（債務が履行されない、借り手が約束どおりにお金を支払わない可能性）や価格変動リスク（購入した証券の価格が値下がり・値上がりする可能性）などとともに、流動性リスクを考える必要があります。保有する金融資産全体の中で、流動性をどの程度まで確保するか、それをどのような金融資産で持つか、という点を考えることになります。

そこで、金融機関の行動について考えてみましょう。現金や日銀当座預金は何も収益を生み出しません。このため、一般的に、金融機関は、日銀当座預金残高を法律で義務付けられている水準に止めるように努めます。では、金融システム不安が根強い状況において、「近々、金融システム不安を高めるようなイベントが起きる可能性があるのではないか」と考えている場合にはどのような行動を取るのでしょうか。この場合には、金融機関は、予想を上回る預金の引き出しに備えて（予備的な動機に基づいて）、「必要である」と考える流動性の量を引き上げると思います。すなわち、流動性に対する需要が増大する訳です。

これに対して、日本銀行が、通常の資金需要の下でゼロ金利を実現する必要最小限の水準に、金融機関が全体として保有する流動性の量を調節していると仮定しましょう。こうした状況の下で、金融機関が流動性に対する需要を増大させますと、短期金融市場の需給バランスが崩れ、以前に比べて割高な金利で資金を取らざるを得なくなる可能性があります。このように金融市場において流動性に対する制約が強まる中では、短期金融市場から資金を調達することが困難に

なり、流動性を確保するために手持ちの金融資産を売却せざるを得なくなる可能性も出てきます。こうした動きは資産価格を一段と下落させる方向に作用します。要するに、金融機関をはじめとする短期金融市場の参加者としては、現時点のオーバーナイト金利がゼロ%近傍で推移している場合であっても、いざという時に資金を調達するためのコストはどの程度になるのか、また、そもそも必要と思う量の資金を調達できるのか、という点是不透明であるということになります。そして、金融システム不安が強まっている状況では、流動性不安に起因する悪循環が起こる可能性は通常の場合に比べて高くなると考えられます。

現在、わが国の金融システムについては、不良債権処理を含めた様々な問題の解決に向けて、努力が傾けられていますが、信認回復という面ではなお十分とは言えません。こうした中で、現在、日本銀行は、①基本的に、当座預金残高の目標額を10～15兆円程度とする、②さらに、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、先の目標にかかわらず、さらに豊富な資金を供給する（「なお書き」と呼ばれています）という方針で金融市場調節を行っています。これは、「流動性需要が急に増加する場合には、どのような水準の流動性でも柔軟に供給する用意がある」という意味です。実際に、日本銀行が金融市場調節のためにオペレーション（日本銀行が、国債、CP、手形などの資産を買い入れたり、担保として受け入れる取引）を行う場合に、金融機関から申し込まれた金額が、入札予定額に達しないこと（「札割れ^{ふだわれ}」）があります。これは、金融機関が資金供給オペレーションに全額は応じようとしなくなるほど十分な資金を確保している

こと、言い換えれば、日本銀行が豊富に資金を供給していることを示す現象です。

しかも、日本銀行は、「現在の金融市場調節方式を消費者物価の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで続けること」、すなわち豊富な流動性の供給にコミットしています。

このように日本銀行が豊富な流動性を供給し続ける意思を明らかにし、実際の行動でこうした方針を裏付けていることは、金融資本市場の参加者に対して、「現在はもとより、今後についても金融資本市場において流動性制約が強まる可能性は小さい」という安心感を与えています。それは、金融資本市場における流動性プレミアムの高まりを予め抑え、延いては資産価格を下支える効果を発揮していると考えられます。

以上、現行の金融政策について、流動性リスクの顕現化を回避していることの意義を説明しました。いずれにしても、私は、金融緩和政策が実体経済活動に与える影響について、金利と設備投資の関係だけで捉えることは適当ではないと思います。金融緩和は、長期金利、為替レート、その他の資産価格、あるいは、期待の変化を通じて、実体経済に影響を及ぼすのではないかと、そして、その波及経路の中で流動性プレミアムを通じる効果が重要ではないか、と認めている次第です。金融緩和の量的側面が流動性の希少性を緩和させ、それを通じて資産価格に影響を与え、延いては実体経済活動や物価水準にも影響が及ぶのではないかという見方は、現在のところ、推論の域を出ません。今後、理論と実証の両面から考察を深めていく必要があると思っています^(注2)。

これに対して、一部の経済学者などの間では、貨幣数量説の考え方に基づく、「量」自体による緩和効果も指摘され、アグレッシブな金融政策が提案されています。この考え方のベースにあるのは、「インフレは貨幣的な現象である」というフリードマンの著名な命題です。一般に、マネタリストは、 M （貨幣供給量） $\times V$ （貨幣の流通速度） $= P$ （物価水準） $\times Y$ （産出量）、という貨幣数量方程式に基づき、①貨幣供給量 M は中央銀行によってコントロールできる、②貨幣の流通速度 V は安定している、③貨幣供給量の変動によって名目所得 PY が変動する、④中長期的には、貨幣供給は実体経済に影響を与えないため、中央銀行が貨幣供給量 M を決めれば物価水準 P が決まる、と考えます。言い換えれば、貨幣数量方程式を、恒等式ではなく、物価水準を決める均衡式と解釈する訳です。

こうした「貨幣数量説に基づく量的緩和論」については、現在、「そもそもマネタリーベースの高い伸びにもかかわらず、マネーサプライがあまり増加せず、銀行信用が減少を続けているという現実を踏まえるべきではないか」、あるいは、「マネタリーベースの増加がデフレを止めるうえでどの程度の効果を、どのような経路を通じて発揮するのかは明らかにされておらず、『量を増やせば効果が出る筈だ』という主張で終わっているのではないか」などという批判がみられます。また、実際に、今までのところ、「量」そのものの目にみえるような効果は観察されません。

私は、現時点で、「量自体による緩和効果が全くない」と断言するだけの確信を持っている

(注2) 英国の中央銀行である Bank of England の King 副総裁は、最近の講演の中で、金融政策のトランスミッション・メカニズムについて、流動性の総量が金融資本市場における取引コストを引き下げる効果を考慮することを問題提起しています (King [2001])。

訳ではありません。しかし、個人的には、仮にその効果があるとしても、先ほど指摘した流動性効果に比べて、効果の大きさやそれが現れるタイミングなどはかなり不確実であると考えています。むしろ、世の中の議論をみていますと、貨幣数量説の呪縛があまりにも強すぎるために、かえって流動性リスク・プレミアムの高まりを予め抑える効果が軽視されているのではないかと思います。私は、こうした流動性効果に注目しつつ、「仮に量自体による緩和効果まで加わればそれに越したことはない」という気持ちで金融経済情勢を注意深くみている次第です。

2-3. 金融緩和の度合いの尺度

金融政策を巡るもう一つの課題は、「金融緩和度合いを何でみるのか」という質問に対して、「これだけをみれば良い」というような特定の尺度を示すことはかなり難しい、ということです。

貨幣数量説的な理解に基づき、「『量』と金融緩和度合いが、基本的には、一対一で対応する」と考える場合には、金融緩和の度合いを当座預金残高などの量的指標で測ることになるでしょう。この場合には、当座預金残高が減少すれば、「金融緩和姿勢が後退している」と考えるかもしれません。しかし、私は、現在の金融政策運営を貨幣数量説的な枠組みに限定して捉えていません。むしろ、当座預金残高自体は、予備的な流動性需要などの変化を反映する、一つの「結果」であると考えています。

一般論として言えば、いわゆる「量的緩和政策」の下で、「供給量」を固定すれば、「需要量」の変化に応じて価格が変動することになります。短期金融市場においては、金利が変動する筈です。したがって、理屈のうえでは、「量」

をターゲットにする金融市場調節の枠組みの下では、短期市場金利がゼロ%近傍で推移するとは限らないという点をよく理解する必要があります。

しかし、現在、日本銀行は、既に申し上げたとおり、流動性の「供給量」について、「特定の水準に固定して、それを梃子でも動かさない」という硬直的なスタンスではなく、「需要量」の変化——主に予備的な需要の変化——に応じて調節する柔軟な対応を続けています。短期市場金利はゼロ%近傍で推移しているのは、こうした調節の結果です。

日本銀行では、非常に積極的な緩和政策を実施していますが、「どの程度積極的であるか」ということを誰の目にも分かるかたちで示すことが非常に難しいというのが実情です。それだけに、現在の金融政策運営について、あるいは、金融緩和の度合いについて、共通の理解を得ることに苦労している次第です。

3. 家計の金融資産選択

最後のテーマは、家計の金融資産選択を巡る話題です。皆様は、やがて職に就き、収入を得て、自らの衣食住を賄うことになります。また、将来の支出に備えて収入の一部を貯蓄しようとする人も少なくないと思います。元手となる金額の大小にかかわらず、皆様は一人の投資家になります。是非とも賢い投資家になって頂きたいと思います。昔から、「教育の基本は読み書き算盤である」と言われてきました。今日では、それに加えて、「経済や金融に関する知識を理解し、自らの判断で資産を形成していく能力」を身に付けることが一段と重要になっています。

3-1. 家計の金融資産選択の現状

まず、家計の金融資産選択の現状を確認します。わが国家計の金融資産の総額は、2002年3月末現在、1,417兆円です。世の中では、1990年代は「失われた10年」と呼ばれていますが、家計の金融資産は、過去10年間でも、年率で約3%という比較的高い伸び率で着実に増加してきました。

一般に、金融資産保有額が増大すると資産選択が多様化すると考えられています。ところが、わが国の家計の金融資産構成は、よく知られているとおり、現金・預金が占める割合が高く(2002年3月末現在、54.1%)、株式の保有割合が低いこと(同、7.4%<但し、出資金を含む>)が特徴的です。これを同時期の米国と比較しますと、米国の家計の金融資産に占める現金・預金のシェアは約11.6%、株式・出資金は同じく約33.4%となっています。また、株式などを間接的に保有することになる投資信託をみますと、日本では家計の金融資産の僅か2%程度に過ぎませんが、米国では13.3%を占めています(後掲参考資料2)。

因みに、金融資産選択行動における家計の意識の特徴について、アンケート調査などをみると、安全志向が根強く、保守的であることが窺われます。例えば、日本銀行が事務局を務めている金融広報中央委員会の『家計の金融資産に関する世論調査(平成13年)』をみると、金融商品の選択基準について、「元本が保証されているから」、「取扱金融機関が信用できて安心だから」といった安全性を重視する割合は51.1%と依然として過半数を占めています。また、元本割れリスクのある金融商品の保有については、全体の7割が「持ったことがない」と回答しています(後掲参考資料3)。

3-2. 金融資産選択における基本的な考え方：

「リスクとリターン」および「分散投資」

次に、家計の金融資産選択の今後の展開を考察していきますが、その前に、資産選択を考えるうえで基本となる考え方を確認したいと思います。

(リスクとリターン)

第一に、資産選択ではリスクとリターンが重要な判断基準になります。まず、その意味から説明しましょう。

リターンは、文字どおり、収益を意味します。例えば、10万円を投資して、その1年後にその価値が11万円になっている場合に、11万円と10万円の差額である1万円が収益です。しかし、投資する場合には、収益そのものよりも、投資した金額に対して収益が何%に相当するかという点が重要になります。これが収益率です。先ほどの数値例では、1年間の収益率は10%です。

実際に投資する時点ではその将来の価値は分かりません。資産運用を考える場合には、事後ではなく、事前に、何がしかの収益率を見込むことになります。「事前」ということが非常に重要です。事前ということは、何が起こるのか、どの程度の収益率になるのか、確かなことは分からないという意味です。要するに、「不確実性がある」ということです。

今日では、不確実性という言葉は日常的に用いられています。実は、不確実性は非常に幅広い概念です。世の中には皆目見当がつかないということが少なくありません。それも不確実性です。ところが、資産運用はサイコロを振って運を天に任せるという性格のものではありません。過去の動きを様々な角度から分析し、価格変動の特徴をつかみ、確率的にみてどの程度

の収益率を期待できるかという点を解明するように努めます。例えば、過去5年間、あるいは、10年間の収益率（あるいは価格の変化率）の変化を分析します。それを参考にして、将来の収益率の平均が何%程度になるか、という見当を付けます。こうして事前に見込まれる収益率は「期待収益率」と呼ばれます。これが、資産選択において重要な判断基準の一つである「リターン」です。

もっとも、将来の価格変動を確実に当てることは誰にもできません。そこで、資産選択を考えるうえでは、期待収益率の確からしさについての情報が非常に重要です。これについても、「過去に実現した収益率が平均値からどの程度散らばっていたのか」という情報が参考になります。この散らばり具合こそが資産運用における「リスク」という概念になります。

ここで若干の留意点を申し上げます。今日では、不確実性と同じように、リスクという言葉も日常生活の中でしばしば用いられます。日常的には、リスクという言葉は、「危険」あるいは「損失」という意味で使われることが多いように思います。しかし、金融資産選択、すなわち資産運用では、「リスク＝危険」ではありません。感覚的に言えば、資産選択の世界における「リスク」という言葉は、先ほどの「不確実性」に近いニュアンスで捉えることができます^(注3)。投資のリスクは、将来の価格の変化を確実に知り得ないということに起因しています。将来の価格の変化ですから、「リスク＝損失」とは限りません。リスクとは、値下がりだけではなく、値上がり

する可能性も含んでいます。

(分散投資)

一般に、お金を投資する人は、「リターンは大きい方が、また、リスクは小さい方が望ましい」と考えるでしょう。同じリスクであればリターンが大きい方を選ぶ、また、同じリターンであればリスクが小さい方を選ぶことになります。リターンの大きさだけに目がくらんではいけません。また、リスクを避けて、「君子危うきに近寄らず」ということでも困ることになります。重要なことは、リスクとリターンのバランスを十分に考えることです。大きいリターンを望むのであれば、大きいリスクを負う必要があります。正に、「虎穴に入らずんば虎子を得ず」です。

資産運用における基本的な考え方の第二の点は、分散投資の重要性です。「虎穴に入る知恵」と言っても宜しいかもしれません。皆様も、「全ての卵を一つの籠に入れるな」ということを聞いたことがあると思います。これは分散投資の意義を伝える古来の知恵です。一つの籠に全ての卵を入れると、それを落としたら全部壊れてしまいます。それを避けるためには、複数の籠に卵を分けて運べば良いのです。資産運用にも同じ理屈が当てはまります。複数の金融商品を組み合わせることが有益です。

しかし、「複数であれば良い」というほど単純ではありません。例えば、ここに、二つの株式、銘柄Aと銘柄Bがあるとします。そこで、銘柄Aが値下がりする時には銘柄Bも値下がりする傾向があるとします。どちらも同時に値下

(注3) 厳密には、リスクと不確実性の概念は異なります。すなわち、不確実性とは、皆様が将来どのような事象が生じるのかを正確には予想できない状況を指します。これに対して、リスクは、不確実性があることによって、経済的な利益を受ける、あるいは、経済的な損失を被ると予想されるときにはじめて発生します。したがって、不確実性の存在はリスクが存在するための必要条件ですが、十分条件ではありません。詳しくは、馬場[2001] (pp. 56-57) を参照して下さい。

がりするため、両方に投資すれば自分が保有する金融資産全体の価値が大きく下落する可能性は高まります。他方、銘柄Aが値下がりする時には、銘柄Bは逆に値上がりする傾向があるとします。この場合には、両方に投資することによって、リターンを犠牲にすることなく、金融資産全体の価値の変動を小さくすることができ、すなわちリスクを小さくすることができます。以上のことは難しい理屈を知らなくても感覚的に理解して頂けるのではないかと思います。

ところで、皆様は、「分散投資するためには大きな投資金額を用意する必要があり、自分たちには関係ない」と思うかもしれません。しかし、例えば、「投資信託」は、多くの個人投資家からお金を集めて、それを専門家が投資家の代わりに運用するという仕組みです。その名のとおり、「信」じて「託」すのです。もともと、何も考えずに丸投げすることはできません。投資信託と言っても、リスクとリターンという観点からみて非常に多くの商品があります。その中からどのような商品を選択し、どの程度の金額を投資するかを決めるのは自分自身であることを忘れてはなりません。

以上申し上げたことを改めて確認すると、第一に、「資産運用に当たってはリスクとリターンを考えよう」ということです。そして、第二に、金融資産全体として、リターンを犠牲にせずに、リスクを少しでも減らすためには、「分散して投資することが重要である」ということです。

3-3. 家計の金融資産選択を規定する要因とその影響

家計の金融資産選択を規定している要因は多岐にわたります^(注4)。以下では、①ペイオフ解

禁の影響、②リスク資産の収益性、③金融サービスの多様化という三つの要因に絞り、今後の展開を考えることに致します。

(預金の全額保護・ペイオフ解禁の影響)

第一に、ペイオフ解禁の影響です。

銀行などの金融仲介機関では、家計などからお金を預かり、貸出や有価証券などに資産を運用し、収益を確保し、その運用益の一部を利息というカタチで預金者に還元しています。金融機関の運用がリスクと全く無縁ではない以上、本来は、預金と言えども、その元本が完全に保証されるとは限りません。そもそも、預金保険とは、金融機関、延いてはその預金者が、一定の範囲内で預金の資産価値を確実なものにするために自ら備えるという趣旨であると考えられます。

ところが、預金は、今年3月末まで、その全額が保護されていました。こうした特例措置は、金融システムの安定を確保するという所期の効果を発揮しました。他方、その裏返しとして、わが国の家計に対して、「預貯金は全くリスクを負わずに一定のリターンを得ることができる金融商品である」という認識を根付かせて、先ほど説明したようなリスクとリターンの関係を明確に意識するというインセンティブを弱めてきた可能性があると思います。

しかし、本年4月には、決済性の預金である当座預金、普通預金などを除く預金の保護に関する特例措置の適用が停止され、預金保険の対象が、一つの金融機関毎に預金者一人当たり元本1,000万円までとその利息などの合計額となりました。こうした環境の変化は、家計においても、リスクとリターンの関係をより明確に意識して、自らの金融資産選択を考える重要な動

(注4) 財務省[2001]

機になると思います。

そして、今後、家計において、これまでのように個々の金融商品そのものの安全性や収益性のみに依拠するかたちを見直し、複数の金融商品への分散投資によって金融資産全体のリスクとリターンを調整していく姿勢が、徐々に広がる可能性はあるように思います。

ここで留意すべきことがあります。それは、公的金融の存在です。2002年3月末現在、郵便貯金は、家計の現金・預金の約3分の1、また、その金融資産全体の約17%を占めています。そして、郵便貯金は、引き続き、事実上「完全な安全資産」であると認識されています。したがって、郵便貯金という金融商品が現在のままのかたちで提供され続ける場合には、家計も、敢えてリスクを取り、債券、投資信託、あるいは、株式などを購入するインセンティブを高めていない可能性があります^(注5)。

(リスク資産の収益性)

第二に、リスク資産の収益性を上げます。ここでは、その代表として株式投資を上げることによって致します。

先ほど、家計の金融資産に占める株式などの割合について、「日本が7%程度に止まるのに

対して、米国では3割強に達している（いずれも2002年3月末）」と指摘しました。こうしたリスク資産の保有比率の違いを捉えて、「日本人はリスクを避ける民族である」という見方もみられます。

しかし、そのような評価を下す前に、株式投資の収益性を直視する必要があります。日米の株価について、その収益率の平均値(リターン)、および、平均からの散らばり具合(標準偏差、すなわちリスク)をみますと、日本の株価の収益率は、米国に比べて低いうえに、平均に対してより広い範囲に散らばっているという特徴点がみられます^(注6)。仮に、日米の家計が株式投資について全く同じ選好を持つと仮定しても、両国の株式投資のリスクとリターンが異なれば、その保有比率が異なるのは当然です。こうした彼我の違いを無視して、表面的な金融資産構成だけを捉えて、「日本人は安全志向が強い」と決め付けることは必ずしも適当ではないと思います。私は、わが国の家計の金融資産構成において預貯金などの比率が高い理由の一つとして、従来、株式などのリスク資産のリターンがそのリスクに見合うほど高くなかったという点が重要であると考えています。

したがって、家計の金融資産選択が多様化し、

(注5) 馬場・久田 [2001]

(注6) 配当込み株価指数を、日本はTOPIX、米国はS&P500について収益率(月末時点の指数の前年比)を計算し、その平均値と標準偏差を求めると、以下のとおりです。

	過去5年間 (1997年6月～2002年5月)		過去10年間 (1992年6月～2002年5月)	
	日本	米国	日本	米国
平均値	-3.2%	+12.3%	-1.1%	+14.4%
標準偏差	23.4%	20.2%	21.7%	16.1%

リスク資産の構成比が高まるためには、株式や投資信託などのリスクとリターンがより魅力あるものになる必要があると考えられます。

一般に、株式は、国債などに比べて収益率（あるいは価格）の変動性が高く、リスクが相対的に大きいため、より高いリターンが要求されます。個々の企業がこうした投資家の要求に応えるためには、経済環境の変化の中で経営資源（ヒト、モノ、カネ、そして、情報）を効率的に活用し、それによって資本コストを上回る利益を実現し、企業価値を創造していくことが不可欠になります。

今日、わが国では、構造改革が最重要課題であるという認識が広くみられます。構造改革とは、経済環境の変化に適応して、労働力と資本という生産資源を効率的に活かすことができる経済社会に改革するプロセスです。潜在成長率を高めるための取り組みです。そして、私は、「構造改革の中核は企業経営の改革である」と考えています。それは、金融機関の不良債権問題も、財政赤字の問題も、企業の付加価値の増加がなければ、いずれも解決し得ないと考えているためです（注7）。

わが国の企業が、グローバルな競争の中で、技術や知識のイノベーションを軸にしのぎを削り、将来にわたってできるだけ多くの利益を生み出すことができるようになるためには、一段とリスクの高いビジネスに挑戦することが必要です。そして、そのための環境整備は進みつつあります。内外の金融・資本市場関係者からは、依然として、「日本の構造改革は進んでいない」という声が聞かれますが、実は、企業が経営改革を進めるために不可欠な前提である法律および会計の制度は近年急ピッチで整備されていま

す。そして、最近では、こうした制度変更を活かして、経営資源の最適化を図る取り組みが徐々にみられ始めています。私は、既に、「構造改革の胎動」が始まっているのではないかと、そして、企業が資本効率を引き上げる方向に歩き出しているのではないかと、と思っています。今後、この胎動がより本格的な改革に繋がっていけば、結果として、株式などのリスク資産のリターンはそのリスクに見合うようになるのではないかと、期待している次第です。

（金融サービスの多様化）

第三に、家計に対して提供される金融サービスについて検討します。

先ほど、わが国の家計がリスク資産を多く持たない理由の一つとして、リスク資産の収益性が低いことを指摘しました。さらに、わが国の家計が、信頼できるかたちで、あるいは、利便性の高いかたちでリスク資産にアクセスすることが困難であったという問題点を指摘できます。

従来、わが国の金融システムは、金融業務が細かく区分され、それぞれの業務を専門の金融業態に委ね、他の業態からの参入を禁じることを基本的な枠組みとしてきました。こうした制度的な棲み分けは、戦後の復興期から高度成長期において、重点産業への資金供給という目的のためには有効に機能したという指摘が少なくありません。

しかし、わが国の経済が成熟化し、家計、企業とも資産蓄積が進む中で、金融構造は、「資金不足型」から「資金余剰型」へ大きく転換しています。これに伴って、金融サービスに対するニーズも自ずと変化する筈です。すなわち、従来の金融サービスは、家計や企業の資金フ

（注 7） 須田 [2002]

ロー、資金の運用と調達に着目した側面が強くみられました。これに対して、近年、家計や企業が保有している金融資産を管理することが求められるようになっていきます。また、私もこれまで「家計」と一括りにして説明してきましたが、本来、金融サービスに対する個々人のニーズはそれぞれのライフサイクルの中で多様なものである筈です。今後、人々は、「リスクとリターンの組み合わせや選択肢をシームレスなかたちで示してほしい」という要望を強めるでしょう。多様なニーズに応じて、オーダーメイドで、効率的に金融資産を管理することが求められていくと思います。

こうしたニーズに対して的確に答えていくためには、第一に、資金の出し手と取り手の間で、様々な資金運用・調達ニーズに基づく金融商品を生産することが必要です。近年の情報通信技術の革新は、金融サービスを生産するための手段を多様化し、その開発コストを著しく低下させています。また、情報処理能力の飛躍的な増大や、金融工学の発達、金融資産のリスクとリターンのより正確な定量化を可能にしています。さらに、証券化技術の発達などにより、市場で取引可能な金融商品も拡大しています。今後もこのような発展が持続することが望まれます。

第二に、個々人の金融サービスに対するニーズを丁寧に汲み取るマーケティングの強化や、総合的な金融サービスをきめ細かく提供できるようなインフラ整備が必要です。

かつて、1996年11月、当時の橋本総理大臣は、従来の金融規制を緩和・撤廃するための構想、すなわち「日本版ビッグバン」を打ち出しました。その後、金融規制の緩和・撤廃は着実に進められてきました。真の変化はこうした制度改革の後に訪れます。実際に、このところ、株式売買委託手数料率が大幅に引き下げられ、また、株式のインターネット取引が広がりをみせるなど、ビッグバン以前の状況からは考えられないほどの大きな変化がみられます。さらに、株式の売買単位が引き下げられ、また、「ミニ株式投資」、「株式累積投資」などのように比較的小口の資金で分散投資できる手段も従来に比べて充実してきました。それでも、「日本版ビッグバンの総仕上げはこれからである」と言っても過言ではないように思います。今後、提供される金融サービスが一段と充実していくことが大いに期待されています。そして、提供される金融サービスがさらに多様化されていけば、家計の金融資産選択行動も変化していく可能性が高いように思います。

こうした中では、金融商品の適切な価格設定が一段と重要になります。そもそも、金融商品の設計・生産においては、資金を調達する会社や事業に関する情報を収集・分析し、それを証券の発行条件などに具体化し、投資家と資金調達者との情報の非対称性を解消するという専門性が不可欠です。これが情報生産と呼ばれる機能です^(注8)。しかし、万が一、この機能が十分

(注8) 銀行の機能は、単純化すれば、①預金を受け入れ、②それを貸出という信用リスクを伴う資産で運用するという二つの要素から成り立っています。さらに、後者の与信機能は、①事前的な審査機能、②事後的な債権管理（モニタリング）、③信用リスクの負担機能、および、④金融機関が自らのバランスシートを使って資金を供給する機能の四つが一体化したものと捉えることができます。このうち、事前的な審査機能、および、事後的な債権管理は、いずれも、資金提供を受ける側（あるいはプロジェクト）に関する情報を収集・分析する情報生産活動です。言い換えますと、銀行の本質的な機能も、「一般の預金者に代わり、情報生産の専門家として、審査や債権管理を行うこと」とみることができます（池尾 [1991]）。

に発揮されない場合には、リスク商品の価格がそのリスクに見合うかたちで設定されない可能性があります。最近の米国におけるエンロン事件などが端的に示すように、資本市場が効率的に機能するためには、会計制度、ディスクロージャーの推進による公開情報の質の向上、コーポレート・ガバナンス機能の向上、さらには法制や税制など、より一層の市場インフラの整備が不可欠です。

こうした観点に立ちますと、例えば、社債について、個人向けという理由だけで機関投資家などのプロ向けに比べて不利な条件が設定されるようなことがあってはなりません。万が一、個人が、リターンに見合わないリスクを自覚のないままに負わされ、その挙げ句に、その価値が突然下落するというような事態が生じると、家計の金融資産選択におけるリスクとリターンの関係が歪み、リスク・プレミアムが著しく高まる可能性があります。その結果、家計は、安全性が高い資産へと再び引き籠もる惧れがあります。金融商品の価格を適切に設定することの重要性を強調し過ぎることはありません。

(資産選択が多様化する意義)

以上、家計の金融資産選択を規定している要因のうち、①ペイオフ解禁の影響、②リスク資産の収益性、③金融サービスの多様化という三つの観点から、今後、家計の金融資産選択が変化していく可能性を探ってきました。仮に、今後、家計の金融資産選択行動が変化し、ポートフォリオの多様化が進むとすれば、これらの三つの要因は、現状との比較において、預貯金の保有比率を低下させ、よりリスクが高い金融商品に対する投資を拡大させることになります。

私は、その可能性は高いのではないかと考えています。

このような家計の金融資産選択行動の変化は、今後の日本経済にとって大きな意義を持っています。21世紀は、企業が、グローバルに、技術革新や知識のイノベーションを軸にして、付加価値の創出を競い合う時代です。わが国の企業がこうした経済環境の中で勝ち抜いていくためには、前向きな企業行動が金融面から十分にサポートされることが不可欠です。仮に、わが国の家計が全ての金融資産を預金で保有するとしましょう。こうした状況の下で、企業が新しい技術を活かして新製品を開発するという事業に挑戦していくことは事実上不可能でしょう。不確実性が高いことに挑むことはできません。したがって、イノベーションにも期待できなくなります。この結果、わが国の潜在成長率は低下せざるを得ません。

また、米国の中央銀行であるFRBのグリーンズパン議長も、1993年5月、シカゴ連銀主催のコンファランスにおける講演の中で、リスク・テイクの重要性について次のように指摘しています。すなわち、第一に、リスクを積極的に取ろうとする姿勢がマクロ経済を発展させるために必要不可欠なことである、第二に、新しい企業は、自ら進んでリスクを負担しようとするがゆえに存在する一方、古い企業は、しばしば、それらがリスクを負担しよとしなかったか、少なくとも適切なリスクを負担しなかったために消滅する、そして、第三に、全ての貯蓄主体や金融仲介機関が安全資産のみに投資しようとするれば、国内生産面での成長は決して実現をみないだろう、という考え方です^(注9)。私も全く同じように考えています。

(注9) Greenspan[1993]

言い換えれば、わが国が、構造改革を通じて潜在成長率を引き上げていくためには、①企業が企業価値の最大化に努力し、同時に、②家計が金融資産選択においてリスクを負担するという二つの条件を満たすことが必要である、ということになります。世の中では、「構造改革」と言いますが、政府や企業の改革に焦点が当たりがちですが、構造改革を支えるという意味で家計が果たす役割は大きいと考えています。

私ども一人一人が、「経済や投資に関する知識を理解し資産を形成する能力」を習得するほど、金融サービスを提供する業者間の競争が促進されます。そして、より良い商品を、より低いコストで利用できるようになると期待されます。すなわち、金融経済に関する知識を深めることは、私どもが効率的に金融資産を蓄積していくうえで必要不可欠なことであると同時に、わが国の金融機能そのものを高めるうえでも非常に重要な意義を持っています。そして、こうした動きは金融政策の効果にもプラスの影響を及ぼすことになると考えられます。

3-4. おわりに：金融経済の知識を深めよう！

先ほど、金融資産選択における基本的な考え方として、「リスクとリターンの関係、および、分散投資の重要性を理解することが重要である」と申し上げました。そして、今後、こうした認識が徐々に高まっていくだろうと期待していますが、現実はまだまだです。

金融広報中央委員会の『金融に関する消費者アンケート調査（平成13年）』をみると、①金融・経済の仕組みについて「ほとんど知識がないと思う」とする割合が約5割、②金融商品

について「ほとんど知識がないと思う」とする割合が約6割、また、③株式・債券といった証券投資について「ほとんど知識がないと思う」とする割合は約7割を占めています。また、先ほど説明した「リスクとリターン」について、「聞いたことはあるが内容は知らない」、「聞いたことがない」という回答を合わせると、全体の6割強を占めています。「分散投資」についても同じく8割強に達しています。次に、このように回答した方々に、「金融商品や金融・経済の仕組みに関する知識や理解」について尋ねたところ、「金融というと、難しいイメージが先行して、積極的に情報を集めようと思わなかった」とする割合が約5割、また、「金融のことを知らなくても生活していける」とする割合が3割強を占めています^(注10)。

確かに、わが国では、従来、年功序列型の賃金体系や退職一時金や確定給付型の年金制度の下で、将来のインフレによる資産の目減りやライフサイクルに伴う資金過不足への備えを個人が自己責任で行わなければならない状況ではなかったと思います。その結果として、個人が、金融商品や金融・経済の仕組みに関する知識などを積極的に身に付けるインセンティブも乏しかったように思います。

しかし、今日では、終身雇用制度や退職金制度が見直され、また、年金制度が改革され確定拠出型年金が導入されるなど、わが国の家計を取り巻く環境は大きく変化しようとしています。こうした中で、今後は、わが国の家計も、すなわち皆様も、自ら保有する豊富な資産から効率的に収益を得るためには、リスクとリターンの概念を身に付け、分散投資によってリスクをコン

(注 10) 金融広報中央委員会の『金融に関する消費者アンケート調査（平成13年）』の結果のうち、本文で言及している「金融に関する知識」に関する部分（抜粋）については後掲参考資料4を参照して下さい。

トロールしつつ、自らの責任で資産を形成していくという姿勢が不可欠であることを認識する必要があります。そして、リスクの所在や、リスクを管理するための手法など、投資家に対する基本的な教育を充実させることは、今後、家計がリスク資産に投資を行うための基礎的な条件と言っても過言ではありません。

例えば、①リスクが高く、短期的には価格が変動する金融商品であっても、長期分散投資を行うことにより、リスクを抑制しつつ一定のリターンを得ることが可能となること、あるいは、②外貨建て資産も含めたリスク資産への分散投資にはインフレ・リスクや為替リスクをヘッジ

する効果が期待できることなど、いわゆる分散投資によってリスクを軽減する投資方法があることなどを十分に理解する必要があります。

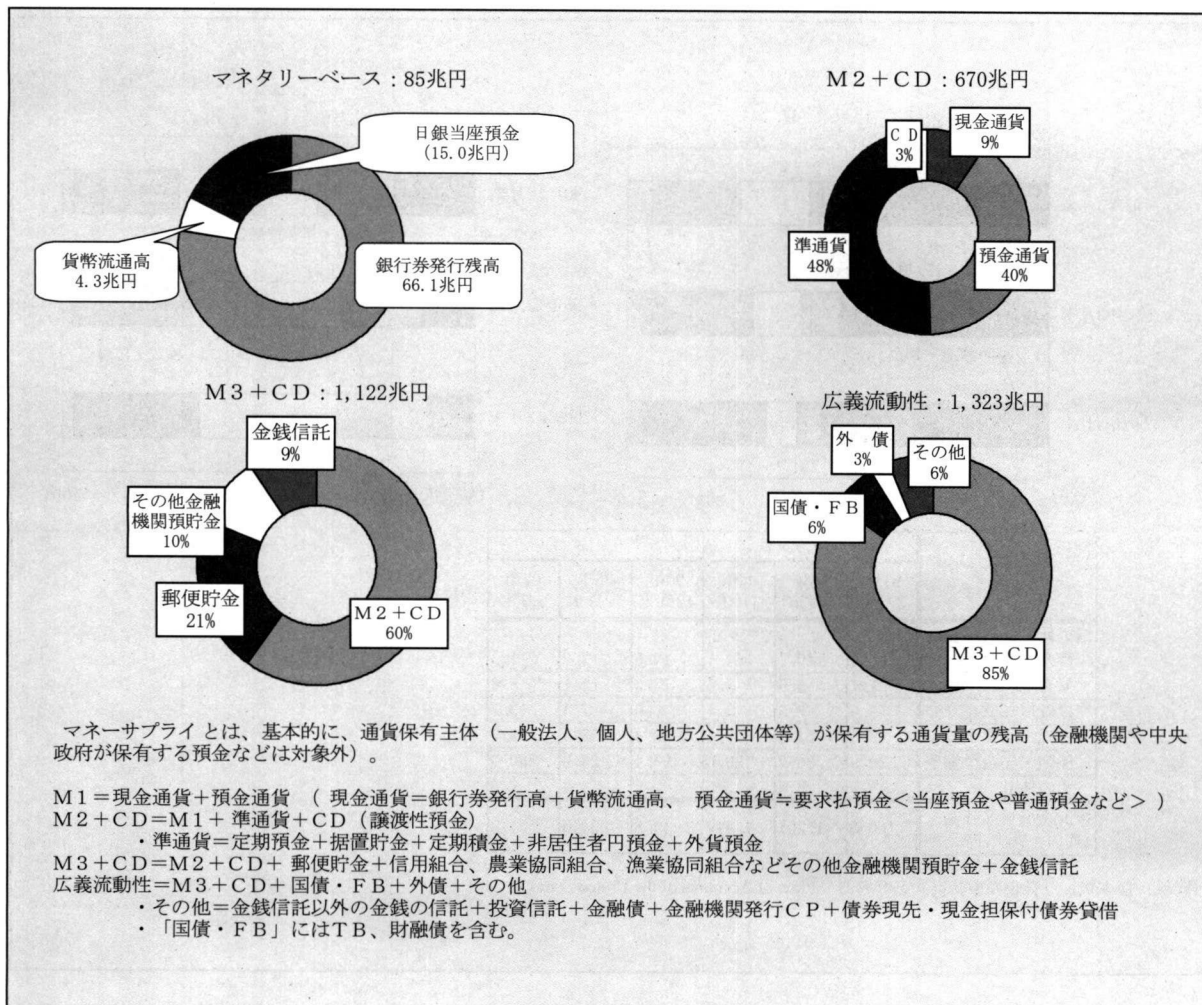
日本銀行としても、そして、私自身も、引き続き、より多くの方々が金融・経済に関する知識を深めることができるように努力していきたいと考えています。そして、皆様一人一人が、経済や金融を、より深く、より広く学び、そして、「自己責任が問われる時代」を賢く生き抜いていかれることを切に希望しながら、本日の特別講義を終えることに致します。

ご清聴頂き、誠にありがとうございました。

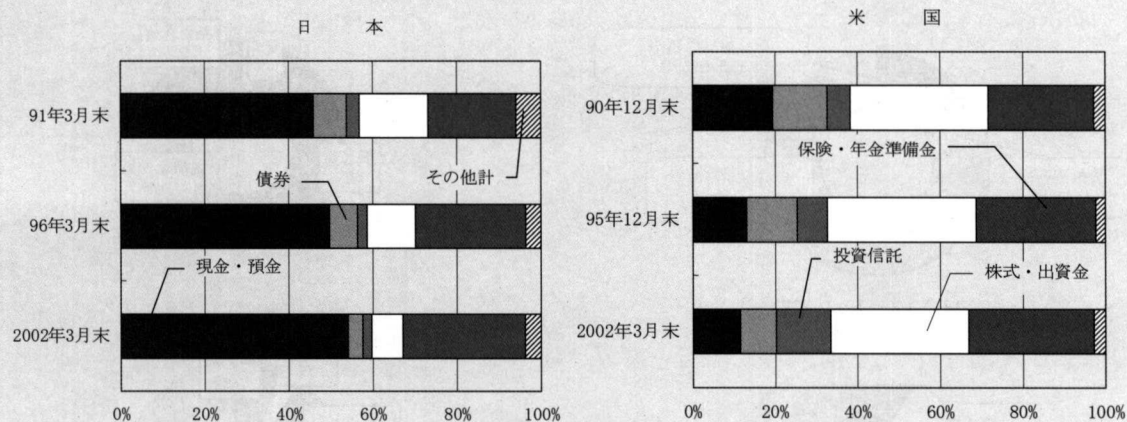
[参考文献]

- 池尾和人、「情報技術革新と銀行機能の再編成」、『金融研究』第10巻第3号、日本銀行金融研究所、1991年
- 財務省、「家計の貯蓄率と金融資産選択行動の変化及びそれらの我が国の資金の流れへの影響について」、21世紀の資金の流れの構造変革に関する研究会、2001年
- 須田美矢子、長野県金融経済懇談会における須田審議委員挨拶要旨「構造改革と金融政策：変化の胎動と期待」、『日本銀行調査月報』2002年6月号
- 馬場直彦、「リスク管理に関する経済学的考察——理論的・実証的サーベイ——」、『金融研究』第20巻第4号、日本銀行金融研究所、2001年
- 馬場直彦・久田高正、「わが国金融システムの将来像」、『金融研究』第20巻第4号、日本銀行金融研究所、2001年
- King, Mervyn, “No money, no inflation – the role of money in the economy,” November 15, 2001
- Greenspan, Alan, “FDICIA : An Appraisal,” in the 29th Annual Conference on Bank Structure and Competition Sponsored by the Federal Reserve Bank of Chicago, 1993

参考資料 1 : マネタリーベースとマネーサプライ (2002 年 6 月平均残高)



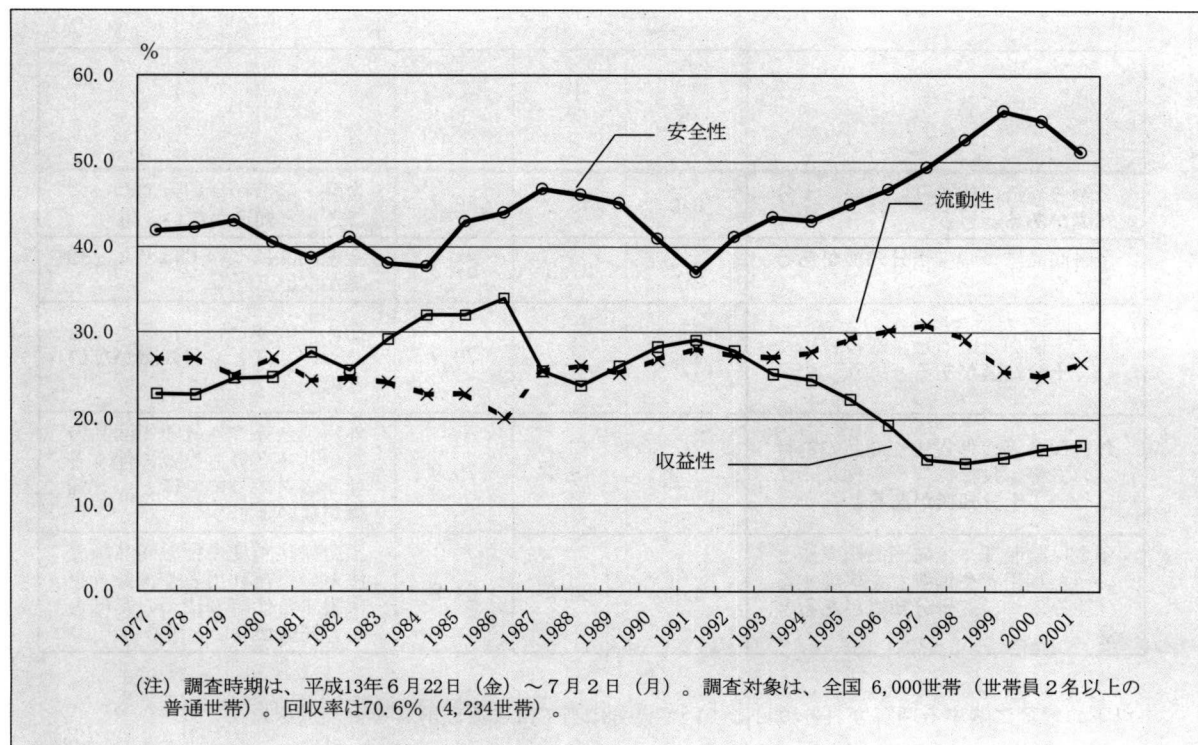
参考資料 2：家計の金融資産の構成比に関する日米比較



	日本			米国		
	91年 3月末	96年 3月末	02年 3月末	90年 12月末	95年 12月末	02年 3月末
構成比 %						
現金・預金	46.0	49.7	54.1	19.5	13.2	11.6
債券	7.7	6.6	3.5	13.2	12.1	8.6
投資信託受益証券	3.0	2.3	2.1	5.6	7.4	13.3
株式・出資金	16.5	11.5	7.4	33.4	35.9	33.4
保険・年金準備金	20.9	26.2	29.0	25.4	28.9	30.3
その他計	5.9	3.6	3.8	2.9	2.4	2.8
家計金融資産残高 (兆円、兆ドル)	1,048	1,267	1,417	14.8	21.6	31.8

(資料) 日本銀行「資金循環統計」、F R B「Flow of Accounts of the United States」

参考資料 3：金融商品を選択するうえで重視している水準
 —金融広報中央委員会「家計の金融資産に関する世論調査」(注)—



参考資料 4：金融に関する知識
—金融広報中央委員会「金融に関するアンケート
調査（平成 13 年）」から抜粋（注）—

(%)

A	A に近い	中間	B に近い	B
金融・経済の仕組みについて十分知識があると思う。	6.9	43.2	49.7	金融・経済の仕組みについてほとんど知識がないと思う。
金融商品について十分知識があると思う。	5.2	37.2	57.3	金融商品についてほとんど知識がないと思う。
株式・債券といった証券投資について十分知識があると思う。	4.9	24.2	70.7	株式・債券といった証券投資についてほとんど知識がないと思う。
外貨預金等の外貨建て商品の為替リスク等、投資に伴う各種リスクについて十分知識があると思う。	5.2	18.7	75.9	外貨預金等の外貨建て商品の為替リスク等、投資に伴う各種リスクについてほとんど知識がないと思う。
預金保険制度や金融商品販売法といった利用者や消費者を保護する仕組みについて十分知識があると思う。	4.9	30.0	64.9	預金保険制度や金融商品販売法といった利用者や消費者を保護する仕組みについてほとんど知識がないと思う。

以下の言葉に関する理解度（各項目について自分に当てはまる理解度を一つ選択）

(%)

		よく知っている	ある程度は知っている	聞いたことはあるが、内容は知らない	聞いたことがない
(1)	ペイオフ	8.2	24.6	37.1	29.7
(2)	生命保険の予定利率	3.9	27.3	42.3	26.1
(3)	確定拠出型年金（日本版 401K）	2.3	11.8	31.1	54.0
(4)	相続税	11.3	62.0	23.2	3.2
(5)	金融商品販売法	1.8	11.3	41.3	44.7
(6)	リボルビング払い	13.1	28.5	22.9	35.1
(7)	複利	17.8	40.6	28.7	12.5
(8)	分散投資（ポートフォリオ）	3.4	12.0	27.9	56.1
(9)	リスクとリターン	9.6	25.7	33.8	30.6
(10)	マネーサプライ	3.8	12.1	45.9	38.0

（注）調査時期は平成 13 年 8 月 31 日（金）～9 月 10 日（月）。調査対象は、全国の 20 歳以上の男女個人 4,000 人。回収率は 66.0%（2,638 人）。