



2026 年 1 月 22 日 森本紀行はこう見る

## なるほど金融政策は日本銀行の内側の業務から見るものか

日本銀行の内田副総裁の少し古い講演から、銀行券が通貨になる時点、金利上昇が誘発する人々の行動、国債買入れの意味、量的緩和からの出口プロセスなどについて、論点を拾いました。

少し古い話題ですが、日本銀行の内田副総裁は、昨年6月7日に、日本金融学会の2025年春季大会において、非常に興味深い講演をされています。これは、今こそ改めて、読み返すに値するものです。

まず、表題が「業務からみた日本銀行」となっていて、既に、この段階で、内容に対する期待が膨らんできます。内田氏は、この表題の主旨について、次のように述べています。「中央銀行の政策と業務は一体不可分のものです。通常それは「政策を実現するための手段としての業務」という順番に語られます。今日の私の試みは、逆の順番、つまり「業務」を出発点にして、「政策」につなげていこうというものです。」

これは確かに優れた視点です。なぜなら、日本銀行には固有の存在目的があり、その目的に従って業務が編成されていて、金融政策の実行とは、要は、経済環境に即して、よりよく存在目的を実現することなのですから、結局は、よりよく業務を遂行することに帰着するからです。そもそも、日本銀行の存在目的に即した業務の遂行から乖離したところに、金融政策の実現はあり得ないわけです。

銀行や信用金庫も、経営課題をいう前に、預金取扱金融機関の業務の本質に立ち返るべきですね。

例えば、銀行には多種多様で複雑な規制が適用されているのですが、それらの規制は預金取扱金融機関の本質に深く根ざしたものですから、銀行にとって、規制の遵守が経営課題になっては、順番が逆になってしまうわけです。つまり、正しい順番としては、預金取扱金融機関の本質に即して、日常の業務を適切に行えば、結果的に規制に準拠した状態が維持されると考えるべきなのです。

同様に、預金取扱金融機関の基礎的な利益は、預金による資金調達費用と、融資による資金運用収益との差分になるのですから、業務の本質に基づいて、一方で、低い費用で安定調達するために、金利によらずに滞留する預金の粘着性に工夫を凝らし、他方で、高い収益を確保するために、融資先の事業性、即ち、将来へ向けた現金創造能力の評価

を徹底し、経営支援を強化していけば、結果として、利益が創出されるわけです。これに対して、利益目標から経営課題を導けば、順番が逆になってしまいます。

では、日本銀行にとって、本質的な業務は何なのでしょう。

内田氏は、日本銀行の機能として、「発券銀行」、「政府の銀行」、「銀行の銀行」の三つを挙げて、その順に業務を解説しています。まず、発券銀行としての業務について、「銀行券は、日本銀行の金庫にあるうちはただの紙ですが、取引先の金融機関に払い出された瞬間に、日本銀行の負債となり、強制通用力を有する通貨になります」と述べています。

これは、副総裁の発言ですから、日本銀行の公式見解なのだと思いますが、「銀行券は、日本銀行の金庫にあるうちはただの紙」との説には、異論があり得ます。簡単にいえば、日本銀行に泥棒が侵入して、紙を盗み出すことに成功したとすれば、紙は、盗まれた段階では、未だに紙だとしても、その紙が善意によって第三者に取得されたときは、真正な日本銀行券になると考えざるを得ないとの反論です。

関連して、実は、手形にかかわる権利義務の成立をめぐる、法律の専門家のなかで、膨大な議論が積み重ねられてきています。権利義務の成立時点に関する学説の両極を簡単に示せば、一方には、手形が作成されたときとする説があり、他方には、手形が相手に交付されたときとする説があるわけですが、こうした手形理論の展開においては、常に盗難時の難問が提起されてきたのです。日本銀行券について、同様の学説の展開があるのか不明ですが、内田氏は交付説に従っているわけです。

銀行券の発行について、内田氏の論点は何なのでしょう。

内田氏は、銀行券の発行残高について、歴史的にはGDPの約10%で推移してきたとし、1990年代の半ば以降は、上昇に転じて、直近ではGDPの20%に達していると指摘したうえで、「このひとつの要因は、低金利環境が続き、人々がこまめに預金しに行かなくなり、手元に現金を置いておくことが増えたことです」と述べています。

極めて重要なのは、更に続けて、「この点、昨年からの3回の利上げによって政策金利は0.5%、普通預金金利は0.2%程度になっています。これは2007年2月から2008年10月までの約1年半と同じ水準ですが、このときは銀行券残高のトレンドは変化しませんでした。この先の金利がどうなるかは、本日の講演の趣旨を外れますので置いておくとして、どの程度の金利がどの程度の期間続くと人々が保有する現金が減るのか、先験的には

はっきりしません。今後の動向をよく見ていきたいと思っています」と述べていることです。

金利上昇が誘発する人々の行動として、現金から預金への動きが「先験的にははっきり」しないなら、預金から国債等への動きは、更に、「先験的にははっきり」しないですね。

内田氏は敢えて言及を避けていますが、「どの程度の金利」であるかは不明ながら、ある水準まで金利が上昇すれば、現金から預金への回帰が生じると予測するのが自然で、その場合は、更に、預金から、より金利の高い国債等へ資金移動が生じると予測するのが自然でしょう。「先験的にははっきり」しないのは、こうした予測の成立ではなくて、「どの程度の金利」に達すると、予測が実現するのかという点です。

「政府の銀行」の論点は何でしょうか。

内田氏は、「政府の銀行」としての業務を簡単に解説した後で、「こうした「政府の銀行」としての業務とは別に、金融政策目的での国債の買入れがあります」とし、更に、日本銀行の現在の国債保有について、「これは、2013年からの大規模な金融緩和において、2%の物価安定の目標を実現するため、金融政策の必要性から買い入れ、保有しているものです。政府による財政資金の調達を支援するためのものではありません」と述べています。

非常に重要なのは、更に続けて、「ただし、この問題は、中央銀行が「金融政策目的であって財政ファイナンスではない」と言うだけで完結するとは思っていません。出口を含めた緩和政策の全プロセスにおいて、経済・物価との関係で適切な金融政策を行い、これを財政状況への配慮によって曲げることはない、という「結果」が必要です。その意味で、今後の日本銀行の政策運営をもって、示していくべきことと考えています」としている点です。

つまり、金融政策を「財政状況への配慮によって曲げることはない」という点は、言葉によって宣言されるのではなくて、日本銀行の業務運営の結果として、証明されるということです。内田副総裁は、長年にわたって日本銀行の業務に従事してきて、ここに実務家としての誇りを示されたわけですね。

最後に、「銀行の銀行」としての論点は何でしょうか。

日本銀行は、2008年に導入された補完当座預金制度のもとで、当座預金に付利することとで、事実上、短期金利を直接に操作しています。つまり、内田氏がいわれるように、「金融機関は余った資金を日本銀行の当座預金に置くか、市場に放出するかを選択がありますので、裁定行動により市場の金利は日本銀行が付利している水準に近い水準に誘導されます。現在でいえば付利金利は0.5%、市場における短期金利は、0.48%程度です」という状況を実現しているわけです。

補完当座預金制度が必要になるのは、現在では、金融政策の実現手段として、「量的緩和」すなわち、国債の買入れによって長期金利を押し下げること」が採用されているからです。つまり、金融政策を転換したとき、「量的緩和からの出口プロセスに時間がかかる」ために、短期金利を操作する手段として、補完当座預金制度が必要になるのです。

しかし、内田氏の講演から離れて考えると、日本銀行が「量的緩和からの出口プロセス」に非常に長い時間をかけるとするなかで、補完当座預金制度に依存した金融政策が展開されていくときは、金利上昇が誘発する人々の行動、金融機関の反応、積極財政の及ぼす影響など、予測し得ない要因によって、何らかの攪乱が生じないのかという不安は残るわけです。