

1999年（平成11年）2月以降導入されていた超緩和の金融政策であるが、今年3月に「量的緩和政策」が解除され、焦点となっていた「ゼロ金利政策」解除も7月14日に決定に至った。

それに先立ち日銀が発表した6月の企業短期経済観測調査（短観）では、大企業製造業の業況判断指数が2・四半期ぶりに改善し、先行きも強気の見通しも台頭している。懸念されていた、原油高や株価下落の景況感への影響も、景気の拡大基調を脅かすほどではないとされた。

また、今年度設備投資計画は、大企業、中小企業とも3月短観時点から上方修正され、特に大企業は、対前年比二桁増を示した。

日銀が4月末に発表した「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）では、供給力が需要を上回る状況が解消し、需給は均衡状態と分析しており、同時に、低金利を背景にした設備投資の過熱で需要が供給を上回り、物価や賃金が大幅に上昇、景気にマイナスとなる懸念も指摘しているところであった。

ゼロ金利政策の目標として掲げられていた「消費者物価対前年上昇率の安定的な0%以上」についてもほぼクリアされ、6月に公表された今年1～3月期の国内総生産（GDP）改定値でも国内物価の実勢を示す国内需要デフレーターが5・四半期ぶりにプラスに転じた。

現在のところ、金融市場では、ゼロ金利解除は織り込み済みであったので、大きな混乱には至っていない。では、バブル経済崩壊後の未曾有の不況とデフレに対処すべく導入された超低金利政策は、どのような経済情勢下で導入され、どのように効果を及ぼしたのであろうか。

また、このままデフレを脱却するとすれば、今後の金融政策としてどのような出口が用意されているのであろうか。

本稿では、これらの点について考察した。

1 バブル崩壊後のデフレ経済化

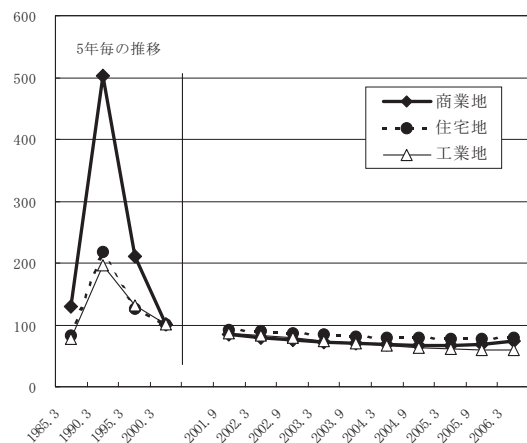
（1）バブル崩壊とデフレーション

バブル経済における過剰な設備、雇用、債務は、その崩壊後の不況と深刻な需要不足を呼び、日本経済は、需給ギャップによるデフレーション（持続的な価格低下）に陥ることとなった。

また、ストック面では、土地や株式などの資産価格の下落は、多大な不良資産の発生と、不良債権化をもたらした。

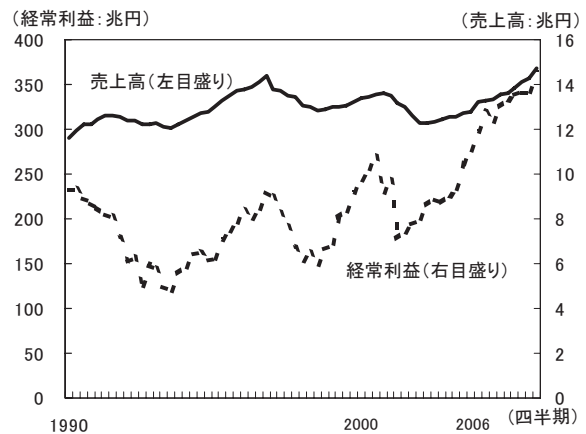
資産価格の下落は、担保価値の低下を通じて企

六大都市の市街地価格推移（2000年3月=100）



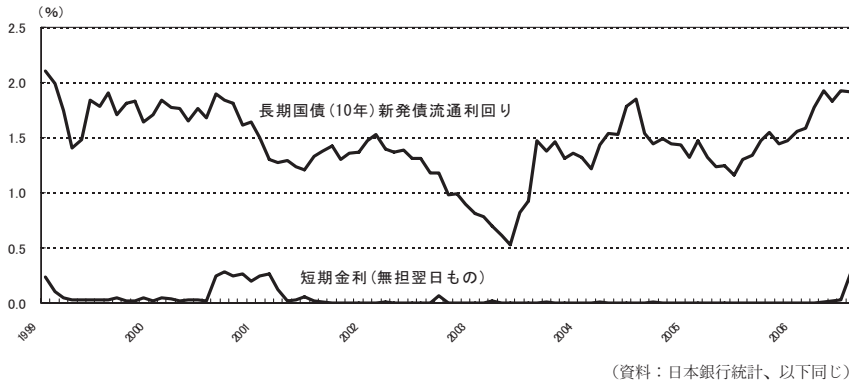
（資料：（財）日本不動産研究所）

法人企業の売上高と経常利益の推移（四半期毎）

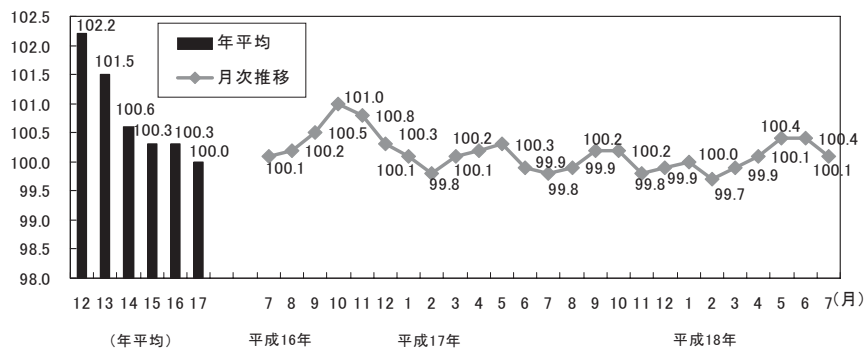


（資料：法人企業統計季報）

ゼロ金利政策と長短金利



消費者物価指数の推移 (平成17年=100)



業の資金調達力を削ぎ落とし、総需要の抑制をもたらした。また、銀行の土地担保貸出の回収困難化、さらには不良資産化による貸し出し余力の低下や、金融機関の経営破綻による金融システムの機能不全は資金供給の減少をもたらし、経済活動の停滞を引き起こす要因となった。

そして、資産価格の下落と債務過多化により、バランスシートリセッションとよばれる深刻な景気後退へと結びついた。

(2) デフレ下の実質金利高で投資の停滞が続く

需要の不足を埋めるべく、また、急速な円高の進行もあり、政府は1992年から2000年にかけて、総額100兆円超の大規模な財政政策を発動し、それにより、小康状態を保つ局面も見られた。

ただ、公共投資は、本来、民間の投資の呼び水となるべき意味を持つが、依然として民間の投資

は沈滞したままであった。

金融政策においては、1991年以降、度重なる政策金利引き下げが行われたものの、需給ギャップと資産価格下落の両面によるデフレのもと、依然として実質金利は高止まりする結果となった。

すなわち、デフレ下の実質金利は、貸出金利に期待デフレ率がプラスされるため、期待デフレ率を下回る金利引き下げでは、結果的に実質金利は上昇する。バブル経済崩壊後の金利推移は、実質的には上昇し続けたといえる。

そして、本来は taxation でまかなわれるべき財政支出は、不況による taxation 不足で政府の債務過多と、国債に対する信任の低下に繋がることとなった。

バブル崩壊後の経済対策 (単位：兆円)

対策時期	事業規模	うち公共投資
92年 8月	10.7	6.3
93年 4月	13.2	7.2
93年 9月	6.0	2.0
94年 2月	15.3	4.0
95年 4月	4.6	3.9
95年 9月	14.2	9.1
98年 4月	16.0	7.7
98年 11月	24.0	8.1
99年 11月	18.0	6.8
2000年 10月	11.0	4.7
合計	106.0	59.8

2 ゼロ金利政策の導入へ

(1) 赤字国債増発と長期金利上昇

度重なる経済対策をまかなうべく、多額の赤字国債が増発されたが、98年11月に発表された過

特集

去最大の総額 24 兆円の経済対策の発表と、それに伴う赤字国債発行が契機となり、金融市場では国債の消化難への懸念が高まり、長期金利への上昇圧力がかかり始めた。

さらに、大蔵省資金運用部（当時）による国債買い入れも金額が膨張し、限界に近づいていたことから買い入れ中止に至り、これが決定的なアナウンスメント効果となり、長期国債等の長期金利は一気に上昇した。

不況下、デフレ下での金利上昇は、一層の経済の沈滞を呼び、それに伴う物価下落が企業収益、賃金下落を通じて経済活動の収縮を招き、また、連鎖的に物価下落をもたらす状況、すなわちデフレ・スパイラルに対する懸念は、当時、最も懸念される場所であった。

そのため日銀は、コールレートの低め誘導を強め、ついに 99 年 2 月半ばには短期金利ゼロ容認という「ゼロ金利政策」を打ち出した。

（2）伝統的な日銀の金融政策

日銀は伝統的に金利を政策目標としており、特に資金供給量との関連性が高い無担保コールローン翌日物の利子率をコントロールしていた。

金融政策の最終的な目標は、貨幣価値の維持すなわちインフレの抑制と金融システム安定化により、持続的な経済成長を実現することといえる。

しかし、直接それらのコントロールはできないことから、中間目標にマネーサプライをターゲットとし、そして、それと関連が深く日銀が直接かわることが可能な短期資金市場（コール市場）の金利を操作目標としてコントロールしている。

その操作を通じて、マネーサプライをコントロールし、さらにそれを通じて最終的な目標の達成を図るものといえよう。

ただ、近年続いていたデフレ経済下においては、実質金利の高止まりなどで企業の資金調達意欲は減退ぎみでもありマネーサプライと経済成長との関連が徐々に希薄化してきていた。さらに、金融

政策によるマネーサプライ・コントロールの即効性の低下などを経験してきたことにより、再度見直す気運が高まっていたことも事実である。

ゼロ金利・量的緩和をめぐる金融政策の年表

1998/ 9	無担保コール翌日物 0.25%へ引き下げ
1999/ 2	ゼロ金利政策導入（無担保コール翌日物低め誘導決定。「翌日物金利はゼロでもよい」とする日銀総裁発言）
4	時間軸政策採用
2000/ 8	ゼロ金利解除（無担保コール翌日物誘導金利 0.25%に）
2001/ 2	公定歩合引き下げ（0.5%→0.35%）
2	無担保コール翌日物誘導金利 0.25%
	公定歩合引き下げ（0.35%→0.25%）
3	量的緩和政策採用（日銀当座預金残高 5 兆円に）
	当座預金残高目標 5 兆円→6 兆円前後
8	長期国債買い入れ増額（月 4 千億円→6 千億円）
	公定歩合引き下げ（0.25%→0.10%）
	当座預金残高目標 →10～15 兆円前後
12	長期国債買い入れ増額（月 6 千億円→8 千億円）
2002/ 2	長期国債買い入れ増額（月 8 千億円→1 兆円）
9	銀行保有株買入（2004/9 までに約 2 兆円買入れ）
10	当座預金残高目標 10～15→15～20 兆円
	長期国債買い入れ増額（月 1 兆円→1 兆 2 千億円）
2003/ 3	当座預金残高目標 17～22 兆円（郵政公社の日銀取引開始）
4	当座預金残高目標 17～22 兆円→22 兆円～27 兆円
5	当座預金残高目標 22～27 兆円→27 兆円～30 兆円
7	資産担保証券（ABS）買入れ開始
10	当座預金残高目標 22～27 兆円→27 兆円～32 兆円
	時間軸コミットメントの明確化
2004/ 1	当座預金残高目標 27 兆円→32 兆円
	→30 兆円～35 兆円
2006/ 3	量的緩和解除（当座預金残高目標を数カ月程度の期間を目途としつつ、所用準備額に向けて削減）
7	ゼロ金利解除政策金利引き上げ（無担保コール翌日物誘導金利を 0.25%に）

（3）マネタリーベースとマネーサプライ

中間目標とされるマネーサプライは一般的に $M_2 + CD$ が使用されている、 $M_2 + CD$ とは現金、要求払い預金、定期性預金に CD （譲渡性預金）を加えた数字であり、経済活動を支える資金量の目安ともいえる。これを日銀が直接に量的なコントロールを行う場合、経路的にはマネタリーベースの操作を通じて行うこととなる。

マネタリーベースとは日銀が発行する紙幣である日銀券、および準備預金の合計を指す。

このうち準備預金とは、銀行などが預金額のうち決められたパーセンテージの額（現行では預金等の種類や量により0.1%から1.875%）を日銀の当座預金に積み上げる制度である。

準備預金は無利息の当座預金であるため、金融機関は収益上の観点から積み上げには慎重で、必要に応じてコール市場等の資金市場から調達するケースも多いことから、日銀が市場への資金供給額を増減させることで操作が可能である。

準備預金についてはこれの数百倍の市中の預金通貨が影響を受けていると言え、その金融経済上の影響は大きい。

いま、日銀が資金を供給し金融機関が準備預金を積みやすい環境を整え、マネタリーベースが増えると、理論上は、金融機関は貸し出しを増やし、マネタリーベースの十数倍の資金が預金通貨の形で市中に出回りマネーサプライとなる。金融機関がこうした行動をとることを信用創造と呼ぶ。

このようにマネタリーベースはまた、通貨を流通させる強い力を備えているともいえることから、ハイパワードマネーとも呼ばれ、マネーサプライの根源となっている。

量的緩和政策はこのベースマネーを操作目標としたもので、通貨のある程度の膨張を図ることができ即効性が期待されるのである。

3 ゼロ金利から量的緩和へ

（1）金融政策の無効化…流動性のわな

1999年から引き続くゼロ金利政策であったが、バブル崩壊後の設備、債務、雇用の3つの過剰を調整する途上にあるデフレ経済においては、名目上の超低金利も実質上は依然として高金利であり、景気回復の足取りは鈍く、デフレスパイラルの懸念さえ唱えられた。

また、金利がゼロの状況のなか、さらに景気が

悪化しデフレが進行した場合、従来の金利を政策目標とした手法では、これに対応する金利政策はもう打ち出すことができない。伝統的なケインズ経済学がいう、いわゆる「流動性のわな」に落ちている経済情勢である。

「流動性のわな」とは、利子率が超低水準にある場合、多くの投資家や金融機関は、金融資産をリスクの伴う債券投資や貸出よりも、金利収入は無いがリスクが無くかつ流動性に富む現金（流動性預金）で保有しようとすることから、金融政策が何の効果も持たない状況である。

さらに、2000年当時の経済環境では、財政政策による公共事業は赤字国債の増発を伴うことから、長期金利の上昇に直結する環境にあった。

（2）ゼロ金利下での追加的金融政策

日銀が、ゼロ金利下での追加的金融政策として導入した政策の代表的なものが次の3つで、現在も、将来的な金融政策の方向性として注目される。

（a）将来の金融政策ないしは短期金利についての予想のコントロール（時間軸政策）

短期金利がゼロとなり、それ以上短期金利引き下げの余地がなくなっても、将来的に短期金利をゼロ水準に維持するコミットメント（約束）を公表すれば、中長期金利の引き下げにつながり、設備投資等の呼び水とすることができる。

なぜなら、中長期金利は、いくらかのリスクプレミアムは加わるものの、基本的には将来的な短期金利を予測したものの集合と考えられるからである。

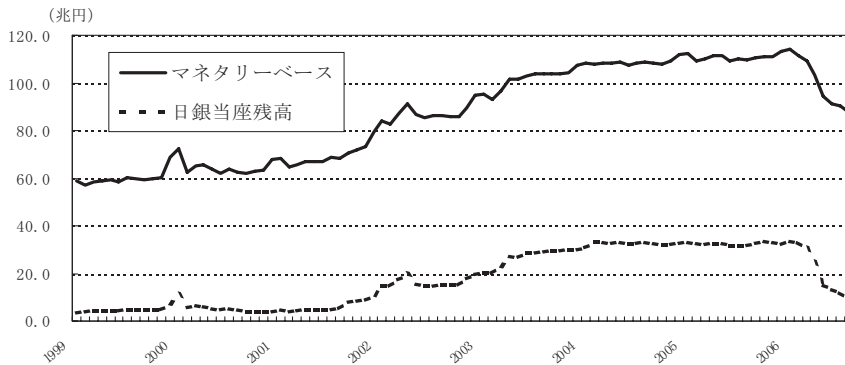
これは、時間軸政策とも呼ばれ、世界的にみても潮流となりつつある政策である。

（b）株式・債券・不動産価格の引き上げ

短期金利をゼロとしても、中長期国債に代表される中長期金利は必ずしも低下するとは限らない。赤字国債発行の増加により、むしろ上昇する局面

特集

日銀量的緩和政策とマネタリーベース



また、日銀総裁は、量的緩和に踏み切ると同時に「実施期間の目処は消費者物価対前年上昇率が安定的に0%以上となるまで」と明言しており、金融緩和が比較的長期にわたり継続されることを示唆したが、これは、(a)(c)、つまり、時間軸と量の双方の効果をねらったものといえる。

も見られたほどである。

また、デフレ下で資産の価格低下が続けば、それを購入するために借入を行う場合、実質金利はかなり高いものとなる。

そこで、資産を日銀が買い入れることにより資産価格を上げることで、中長期金利を引き下げたり（中長期国債価格の上昇は金利低下を意味する）、資産の期待収益率を高めることで、経済活動に刺激を与える。

日銀による2001年以降の長期国債の買い切り額増額、2002年以降の民間保有の株式の買い取り、さらには2003年の資産担保証券（ABS）の買い取り開始などがその例である。

(c) マネタリーベース拡張と金融不安の払拭

日銀の量的緩和政策がこれに該当する。ゼロ金利を維持するため以上の豊富な資金供給を行い、金融機関の貸出を通じてマネーサプライを増加させようとするものである。

また、潤沢な資金供給により、流動資金の不足による金融機関の経営破綻をくい止め、市場に安心感を与えることも重要な機能ともいえる。もちろんこれは、債務超過等の状態になく本来生き残るべき金融機関に限る。

ただ、マネタリーベース拡張のため、日銀は利子所得を生まない短期資産を大量に買い続けることが必要となってくる。

(3) 金融政策と構造改革

2000年を境に、大規模な公共投資を伴う総合的な財政政策が停止されたことは、当然、大きな議論を呼ぶことになった。

ただ、赤字国債が長期金利の上昇をもたらすこと、また、それまでの大規模な政府支出が一時的な効果にとどまり、民間投資の追随を誘発しなかったことなどから、政府の政策は、民間の追随を呼ぶ環境作りに重点が移ったといえる。

すなわち、規制緩和による市場参入の促進、市場システムの効率化、また、創業・ベンチャー育成、事業高度化・革新の支援など、日本の政治や産業の構造改革が唱えられ、この面での重点的・効率的な予算配分と制度整備が行われ、金融政策との協働体制の構築が進められた。

4 まとめ…新しい金融政策の潮流

(1) 議論が高まるインフレ目標政策

金融政策における政策目標は、伝統的に完全雇用の達成、物価安定など多様で、中間目標として金利水準、ベースマネー量などの調節が行われる。そのなか、近年、インフレ・ターゲティング（インフレ目標）政策が台頭し、これまでの日銀の政策にも影響を及ぼしたと考えられる。

これは、望ましい物価水準を中央銀行が定め、手段の独立性を与えられた中央銀行が、政策への

結果および説明責任を果たしつつ、それを最終的に達成することを第1の目標とするもので、

- ①中央銀行の目標を物価安定とする。
- ②中央銀行は、金融政策では政府から独立する。
- ③中央銀行は、物価安定目標を数値で表現する。
- ④物価安定目標の時期を明示する。
- ⑤政策の透明性を確保、説明責任を明確化する。

といった政策の枠組みを採用することにより、家計や企業が金融関連の経済指標に持つ予測に働きかけ、政策目標を達成しようとするものである。

先進国中、現在、明確にインフレ・ターゲティングを掲げていないのは日本及び米国のみといわれている。

1990年、ニュージーランドがインフレ・ターゲティングの名称を金融政策において明確に打ち出し、以後、91年のカナダ、92年のイギリス、93年のスウェーデン、94年のオーストラリア、スペインと続いていく。

ユーロ圏も、金融政策の目標として、物価の安定の数量的定義を行い、参加各国の統計上の相違を調整した物価上昇率を年率2%近辺で、かつ、2%以下の水準に維持することを公表しており、事実上インフレ・ターゲティングを金融政策に取り入れている。

量的緩和、そしてゼロ金利政策が解除された日本においても、今後、0.9%程度といわれる潜在成長率をにらんでインフレ目標が設定され、ここまで述べてきたような施策が具体的なアクションとして適宜選択されるものと考えられる。

(2) 中小企業金融政策

金融緩和政策期において、銀行貸出の顕著な増加が見られなかった直接的な要因として、金融システム不安が高まるなか、主として都市銀行については巨額の不良債権処理が厳しく求められたことがある。さらに、銀行借入への依存度が高い中小企業向けの貸出が低迷したことも大きな要因といえよう。

この時期、中小企業金融の政策として、打ち出されたのが「リレーションシップバンキング」で、2003年、金融庁は「リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム」を発表し、中小企業取引においては極めて重要とうたっている。

リレーションシップバンキングとは、金融機関が顧客と密接な関係を長く維持することにより、顧客情報を蓄積し、この情報をもとに貸出等の様々なサービスを展開することである。

企業側のオープンな情報開示と、金融機関の顧客密着型サービスにより、バブル好況期に失われた適切な関係の回復と、近代的で合理的な取引の構築が推進されることとなる。 (山城 満)

<参考文献>

- 「中小企業金融のマクロ経済分析」(2006/7) 益田安良著 中央経済社
- 「ポスト平成不況の日本経済」(2005/9) 伊藤隆敏、H・パトリック、D・ワインシュタイン編 祝迫得夫監訳 日本経済新聞社
- 「インフレ目標と金融政策」(2006/3) 伊藤隆敏/林伴子著 東洋経済新報社
- 「ゼロ金利との闘い」(2005/12) 植田和男著 日本経済新聞社
- 「ゼロ金利と日本経済」(2000/10) 深尾光洋/吉川洋編 日本経済新聞社
- 「デフレの経済学」(2001/12) 岩井規久男著 東洋経済新報社
- 「バーナンキのFRB」(2006/3) 加藤出/山広恒夫著 ダイアモンド社
- 「農林金融」(2006/9月号) 農林中央金庫
- ・デフレ脱却後のわが国金融政策のあり方 南武志
- ・政策金融改革 丹羽由夏
- 日本銀行調査月報(2003/2)
- 「GDPギャップと潜在成長率」
- 日本銀行調査季報(2005/冬)
- 「短期金融市場におけるマイナス金利取引」
- 日本銀行調査季報(2005/春)
- 「資金循環統計からみた1980年代以降のわが国の金融構造」
- 日本銀行調査季報(2006/春)
- 「物価の安定」についての考え方」
- 金融市場レポート追録(2006/4)
- 「量的緩和と政策解除後の短期金融市場の課題」
- 日本銀行金融市場局
- 金融市場レポート追録(2006/7)
- 「量的緩和と政策解除後の短期金融市場の動向」
- 金融市場レポート(2006/7)
- 「2006年前半の動き」