

近年における日本の金融政策とその評価

- ゼロ金利ならびに量的緩和政策 -

総合政策学部 2 年 田中竜二郎

総合政策学部 2 年 加藤 祐子

岡部光明研究会研究論文

2005 年秋学期 (2006 年 3 月改定)

本稿を作成するにあたり、丁寧で親切なご指導をしてくださった岡部光明教授（慶応義塾大学総合政策学部）に深く感謝したい。また研究会のメンバー、先輩方にも有益なコメントをいただき感謝している。なお、本論文はインターネット上によってもダウンロード可能である。（<http://web.sfc.keio.ac.jp/~okabe/paper/>）

電子メールアドレス: 田中 s04525rt@sfc.keio.ac.jp 加藤 s04199yk@sfc.keio.ac.jp

概要

日本では、消費者物価（前年比）が 1999 年度以降 7 年間にわたってマイナスを記録し、ごく最近まで緩やかながらもデフレーションが続いてきた。こうした状況に対し、日本銀行はデフレ克服のための金融政策を展開してきた。本稿では主として「ゼロ金利政策」およびその後の「量的緩和政策」を取り上げて分析した。

第 1 部では、これまでの金融緩和政策が景気回復にどの程度寄与したかを検討した。具体的には、ゼロ金利政策は必要であったのか、2000 年のゼロ金利政策の一時的解除は正しかったのか、量的緩和政策は景気回復に寄与したのか、という 3 つの問題である。その結果、次の結論を得た。(1) 1999 年から実施されたゼロ金利政策はタイムリーなものであったと評価でき景気回復に寄与した。(2) しかし 2000 年に行われた一時的なゼロ金利政策の解除は、アメリカでの IT バブル崩壊の影響などもあって、その後の景気後退につながった。(3) 2001 年から採用された量的緩和政策は、日銀による緩和継続のコミットメントが長期金利の引き下げに寄与したものの、マネーの供給量増加そのものによる効果は薄かった。今後の金融政策運営においては、日銀による巨額の国債保有に伴うリスク（国債価格の値崩れ・長期金利の急騰懸念）量的緩和政策の解除プロセスの明確化、解除後にデフレ懸念が再発した場合の悪影響、などを考慮する必要がある、したがって量的緩和政策の解除は段階的に行われるべきであり、解除後もゼロ金利政策を継続すべきであることを主張した。

第 2 部では、世界の金融政策の歴史において革新的と評価される日本銀行の量的緩和政策に焦点をあてた。量的緩和政策とは、政策誘導目標をそれまでの「短期市場金利」から「日銀当座預金残高」に変更すること（量への転換）消費者物価指数の前年比上昇率が安定的に 0 % 以上になるまでこの金融調節方式の継続を日銀が約束すること（コミットメント）を主たる内容とする政策である。この政策は、金融システ

ムに対する不安を緩和する役割を担った側面があるが、ここではデフレ対策としての側面を中心に、まずその効果の波及経路を整理した（59 ページの図3として総括）。次いで、統計資料や先行研究に基づき政策効果を評価した。その結果、次の結論を得た。日銀当座預金（マネタリーベースのうち日銀が比較的容易に操作可能な部分）を大幅に増加させる措置は、短期金利を極限まで低下させた。しかし、ポートフォリオ・リバランス効果（金融機関がリスクを伴う資産の割合を復元することによる効果）は金融機関が不良債権問題を抱えていたためほとんど作用しなかった。また、期待効果（デフレ心理の後退に伴う支出の増加）も見られなかった。一方で、時間軸効果（政策のコミットメントが中長期金利を一段と低下あるいは安定化させること）は実証研究で検出されており、これがある程度景気を下支えした可能性がある。今後、量的緩和政策の解除条件が整えばそれに従った政策運営をしていくことが日本銀行に期待される。

キーワード：ゼロ金利政策、量的緩和政策、ポートフォリオ・リバランス効果、コミットメント、時間軸効果、波及経路

目次

はじめに	1
第1部 1999年以降の日本銀行の金融政策	2
ゼロ金利および量的緩和政策	
はじめに	3
第1章：ゼロ金利政策	4
1.1 ゼロ金利政策とは	4
1.2 ゼロ金利が発動された日本経済の背景	6
1.3 日本銀行のゼロ金利に対する見解と狙い	8
1.4 ゼロ金利の効果検証（transmission mechanism）	10
1.5 2000年におけるゼロ金利解除への批判的検討	20
第2章：更なる金融緩和政策	23
2.1 量的緩和政策	23
2.2 量的緩和政策の評価	24
2.3 2005年後半の金融市場動向	28
2.4 量的緩和は日本の景気回復に寄与したか	31
第3章：今後の金融政策の課題	38
3.1 金融政策の問題点	38
3.2 デフレへの再転換リスクの検討と今後の課題	39
第4章：結論	41
参考文献	43

第2部	量的緩和政策とその評価	45
	政策効果の波及経路を中心に	
	はじめに	46
	第1章 量的緩和政策とは何か	48
	1.1 量的緩和政策の枠組み	48
	1.2 量的緩和政策の推移と背景	51
	第2章 デフレ対策として期待された効果	54
	2.1 4つの効果	54
	2.2 波及経路の整理	57
	第3章 期待された効果に対する評価	60
	3.1 各効果の評価	60
	3.2 期待された効果に対する評価のまとめ	67
	第4章：結論	68
	4.1 結論	68
	4.2 今後の課題	69
	参考文献	71

はじめに

日本では、消費者物価（前年比）が 1999 年度以降 7 年間にわたってマイナスを記録し、現在まで緩やかながらもデフレーションが続いてきた。こうした状況に対し、日本銀行はデフレ克服のための金融政策を展開してきた。本稿では主として「ゼロ金利政策」およびその後の「量的緩和政策」を取り上げて分析した。

なお、第 1 部は田中竜二郎が執筆し、第 2 部は加藤祐子が執筆した。

第 1 部

1999 年以降の日本銀行の金融政策

ゼロ金利および量的緩和政策

田中 竜二郎

はじめに

日本の経済動向を論ずるにあたり、重要な評価基準の1つは「景気動向」である。景気の如何により、政策を通して柔軟かつ早急な対応が求められる。「失われた10年」をこの基準において振り返ると過去の日銀の金融政策に対する批判は多くなされるであろう。代表的な反省点はバブル経済における金融政策の不備である。まず1つに、プラザ合意を発端として急激な円高が起きた際、打撃を受けた輸出産業界を保護するために行った不適切な金融緩和政策がバブル景気を発生させたこと。もう1つに、バブル崩壊後において金融政策が後手に回り、十分にバブル崩壊のショックを吸収できず、その後の「失われた10年」をもたらしたことが挙げられる。岡部(1999)¹においても金融政策の失敗として、一般物価が安定する状況下での資産価格上昇の位置づけ方の問題 国際政策協力あるいは金融政策運営目標としての為替レートの位置づけ方の問題 一般物価が安定する状況下でのマネーサプライ増大の位置づけの問題の3つが挙げられている。金融政策は本質的に「経済全体の安定化」を任務として行われている。それは「日本銀行法第2条：日本銀行は、通貨及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もち、その理念とする。」²に記される通りである。

ここでの問題提起は、日本銀行はこの日本銀行法第2条に基づく「国民経済の健全な発展に資する」ことや日本銀行法第5条³に基づく：「適正かつ効率的に業務を運営する」ことを果たして達成しているか、を検討するものである。その判断材料として「ゼロ金利政策」や「量的緩和政策」を用い、最近までの日本経済の低迷の元、これらの日本銀行が施行してきた金融緩和政策が日本の経済を安定化させる政策であるかを論ずる。

¹ 岡部(1999)を参考。

² 日本銀行ホームページを参照。

³ 日本銀行ホームページ、『日本銀行法第5条第1項：「日本銀行は、その業務及び財産の公共性にかんがみ、適正かつ効率的に業務を運営するよう努めなければならない。」を参照。

第1章：ゼロ金利政策

1.1 ゼロ金利政策とは

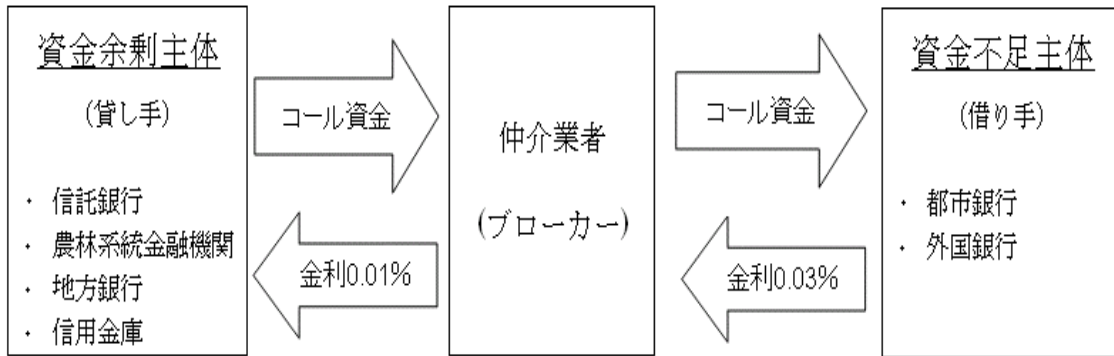
ゼロ金利政策とはコール市場で取引される無担保翌日物金利（オーバーナイト・レート）をほぼゼロに誘導する金融緩和政策である。1999年2月、日本銀行は「潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト金利）を、できるだけ低めに推移するように促す。その際金融市場に混乱の生じないよう、その機能に十分配慮しつつ、当初0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々にいっそうの低下を促す」ことを公表してゼロ金利政策が開始された。さらに同年4月に日本銀行速水総裁は、「デフレ懸念の展望が払拭できるような状態になるまで」ゼロ金利政策を継続するコミットメントを明らかにした。より明確にゼロ金利を把握するためにまず、コール市場の機能から説明する。

1.1.1 コール市場

コール市場とは金融機関の間で資金を融通しあう市場である。ゼロ金利の対象となるのはコール市場で代表的な取引形態である無担保翌日物あり、これは無担保で借りて借りた日の翌営業日には返済する資金である。コール市場では短資会社が資金余剰主体と不足主体を仲介して需給を一致させる仲介業者（ブローカー）が存在し、ブローカーは仲介手数料を取る。ゼロ金利政策とはこの手数料を控除してオーバーナイト・レートをほぼ0%にするものである。⁴コール市場の参加者は銀行、証券会社、保険会社などであり、コール市場で資金を調達しているのは主として都市銀行、外国銀行、また最大の運用者（貸し手）は信託銀行で農林系金融機関、地方銀行信用金庫などである。この理由は、都市銀行は資金流動性が高いため資金不足主体となりやすく、信託銀行は証券投資などの資産運用の過程で生じた一時的な余裕金をコール市場で運用しているためである。

⁴ 例えば、99年10月末のオーバーナイト・レートは0.02%であり、この場合にはコール資金の貸し手が受け取るレートが0.01%、借り手が払うレートは0.03%である。この2者間のレートの差0.02%をブローカーが手数料として受け取る仕組みである。

図 1：コール市場の仕組み



岩田（2000）を参考に著者作成

コール市場は98年1月においては0.4%をやや上回るところで安定していたが、同年8月から急激に下がり始め、99年3月よりほぼ0%に収束した。ゼロ金利政策化ではオーバーナイトコールレートがほぼ0%であるため資金不足主体は用意に短期資金を融通できるのである。では次に日本銀行が如何にしてオーバーナイト・レートをゼロに誘導するかを説明する。

1.1.2 オーバーナイト・レート⁵をゼロにする手法

日本銀行は銀行と取引して資金を操作（オペレーション）することによって金融調節を行っている。日銀が主に用いるのは短期国債の現先買いオペである。短期国債を日本銀行が一定期間後に一定価格による売り戻し条件をつけて取引金融機関から買い入れ、資金を供給することにより、日銀に短期国債を売却した金融機関は日銀からその支払い代金を受けることになる。したがって、日銀が大量に短期国債現先買いオペを行い、銀行に資金を供給すれば資金が不足しがちな都銀等（資金不足主体）が地銀等（資金余剰主体）からコール市場で資金を借りる必要性は低下し、コール市場ではコール資金の供給の方が、需要を上回るようになるため、コールレートは低下する。つまり、日銀の大

⁵ ここでは手法を明確にするため、オーバーナイト物に絞って論じているが、現実的には短期金融市場には手形レート、現先レートなど複数の金利が存在する。これら複数の短期金利の間で裁定関係が存在するため、日銀は唯一オーバーナイト物を基準に政策誘導することによって他のターム物金利を相互関連性の中で調節している。よって日銀は一つのオーバーナイト物にアンカリングすることによって金融政策を達成しているのである。

量短期買いオペレーションにより銀行に資金を大量に供給し、コール市場の需要を大幅に緩和することにより、オーバーナイト・レートをほぼ0%に誘導することが出来るのである。これがゼロ金利政策の手法である。

1.2 ゼロ金利政策が発動された日本経済の背景⁶

なぜ99年にゼロ金利政策が行われたのかを理解するには当時の日本経済の状況を把握することが必要である。1996年、日本の経済成長率は実質で4.4%と比較的高い水準にあった。しかし97年、成長率は鈍化し、97年4月～6月の成長率は実質で-2.5%となった。その大きな原因は大型金融機関の破綻であると考えられる。97年、三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券という代表的な金融機関が経営破綻し、雇用不安消費意欲の低下 民間設備投資の減少というマイナス成長に寄与する要素が発生した。これには資産価格デフレーションを主な現象としたバブル崩壊のショックが日本経済の根底にあったことは言うまでも無い。

1.2.1 98年の日本景気に対する基本的見解

この不安に対処するため、政府は30兆円もの財政資金を「金融システムの安定化のための緊急対策スキーム」として用意し、17兆円を預金の保護、残りの13兆円を健全な銀行の自己資本増強にあて、金融機関の安定化、貸し渋り⁷の回避に努めた。しかし景気の下押し圧力は依然と強く、98年4月の日銀政策委員会⁸・金融政策決定会合での景気の現状は、「家計支出を中心とする最終需要の低迷が在庫調整の長期化や生産活動、企業の収益性の減少をもたらし、構造調整圧力が引き続き作用しているため、経済活動全般に強いし倒し圧力が働いている」との基本的会見が示された。具体的には

⁶ 岩田（2000）を主に参考にし、吉川（2000）翁（1993）をも参考に記述。

⁷ 貸し渋りの要因として最も大きいのはバランスシートの悪化であるが、この頃、BIS規制に基づく早期是正措置を控えており、各行は自己資本比率を押し上げるため貸し出し比率を下げる必要があった。

⁸ 1998年4月1日より新日本銀行法が施行され、決定は全員一致方式ではなくなった。軽部謙介（2004）を参考。

- (1) 家計支出の減退と企業マインドの悪化
- (2) 最終需要面での弱体化と雇用・所得環境の悪化
- (3) 国内需給ギャップの拡大によるデフレ懸念の深刻化
- (4) 短期金利は低レベルで安定するが、長期国債利回りは過去最低、株価も下落傾向
- (5) 金融機関は引き続き慎重な姿勢で収益性健全性の向上に努める

が挙げられた。景気の先行きについては在庫調整圧力や家計・企業のコンフィデンスの弱さから見ると、生産・所得・支出を巡る循環の力はきわめて弱く、政策対応なしで景気回復に向かうことはかなり難しい。また、デフレ・スパイラルのリスクも念頭におくべきであるとされた。さらに 98 年の実質成長率は - 1.9% と前年度に続き戦後初の 2 年連続マイナス成長を見せたことから景気の先行きはかなり厳しいものであった。

1.2.2 ゼロ金利への転換 - 委員会の危機感

しかし 4 月の政策委員会では更なる金融緩和は見送られた。その理由は 3 つあり、

- (1) 総合経済政策による財政政策の効果で成長率が回復するシナリオがあったこと
- (2) 金利はすでに歴史的な超低金利であり追加的な利下げ余地は大きくないこと
- (3) 金利の更なる低下が消費者マインドに悪影響を与える可能性があること、

である。

政策委員会は即時的な景気回復は困難ではあるが金融緩和効果は超低金利により徐々に顕在化し、財政支出と減税による財政政策が採られたため、一層の利下げには慎重な検討が必要とした。結局、従来と同じく『無担保コールレートを平均的に見て公定歩合水準 (0.5%) をやや下回って推移するように促す』との議長案で一致した。

しかし 6 月の金融政策決定会合ではデフレ・スパイラルリスクの増大と景気の先行きのダウンサイド・リスクが無視できないことが問題となり、初めて全員一致が崩れるという従来には無かった出来事が起きた。9 月の決定会合では「無担保コールレートを平均的に見て 0.25% 前後で推移するように促す。なお金融市場の安定化を維持する上で必要であれば、上記のコールレート誘導目標に関わらず、一層潤沢な資金供給を行う」

ことが採択され、4年ぶりに日本は金融緩和の方向に大きく転換する。この時点で委員会は景気予測を下方修正したと考えられる。これは、国際的な要因として ロシアの金融危機により世界的に株価が下落したこと、 邦銀が外貨を借り入れるときのジャパンプレミアムが上昇し続けたこと、国内的な要因として 日経平均が1万3792円とバブル崩壊後の最安値を記録したこと、 国会で日本長期信用銀行の金融再生関連法案の審議が滞り、金融システム不安が拡大したこと、 99年に来て、長期金利の上昇と円相場の高まりが見られ再び景気悪化に繋がる懸念があること、の5つが挙げられる。これらによって委員の多数は

(1) 日本経済はデフレ・スパイラルの入り口に立っている。

(2) 実体経済や金融市場の動きから見るとデフレ・スパイラルに陥る可能性は否定できず、ひとたびスパイラルに陥るとそこから抜け出すコストは多大なものとなる。との見解を示した。

そして遂に99年2月の決定会合において「より潤沢な資金提供を行い、無担保コールレートを出来るだけ低めに推移するように促す、その際短期金融市場に混乱の生じないよう、その機能の維持に十分配慮しつつ当初0.15%前後を目指し、その後の状況を踏まえながら徐々に一層の低下を促す」議長案が採択された。翌日の営業日からはレートは0.15%、さらに0.12%へと低下し続け、2月16日記者会見において速水総裁のゼロで行くことを厭わないとの発言により0.08%と史上最低地に到達した。さらに2月末には2月25日の会議決定を受け、日銀資金の大量供給を行いレートは0.02から0.03までの間に推移する結果となった。これが現在まで続くゼロ金利政策のスタートであり、現在(2006年1月11日)はオーバーナイト物の金利は0.001%となっている。

1.3 日本銀行のゼロ金利に対する見解と狙い

ゼロ金利政策を取り巻く金融緩和政策論は様々であり、過去には金融緩和消極論・積極論など多くの論者が議論を展開してきた。ここではまず、日本銀行の金融政策の運営

ステップを明確にし、次項で金融政策立案主体である日本銀行のゼロ金利に対する見解を捉え、その必要性についても検討していく。

日本銀行の金融政策運営は次の図表⁹で明確に出来る。

図 2：金融政策の運営



金融政策には4つの段階「政策手段」「操作目標」「中間目標」「最終目標」があり、日本銀行においては最終目標を通貨価値の安定と信用秩序の維持に当てている。

そのために、手段としてオペレーションを行い、目標として短期金利を操作し、マネーサプライを中間目標として、通貨価値の安定と信用秩序の維持を最終目標として構成されている。

1.3.1 日本銀行の見解

日本銀行はゼロ金利政策を以下のように捉えている

「ゼロ金利政策」とは、金融市場に、豊富で弾力的な資金供給を行うことによって、日

⁹ 翁（1993）を参考に著者作成

本銀行が行う金融調節のターゲットである短期市場金利(無担保コール・オーバーナイト物金利)を実質的に(=取引に掛かる手数料を除くベースで)ゼロ%近傍まで低下させるという超金融緩和策です。¹⁰

また、ゼロ金利政策には3つのポイントがあることを示している。

- (1) 豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート・オーバーナイト物を出来るだけ低めに推移するように促すこと。
- (2) その際、短期金融市場に混乱の生じないよう、市場の機能維持に十分注意すること
- (3) デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまでこの政策を維持すること。

これは一般的に「量的効果」と「時間軸効果」と呼ばれるものである。「量的効果とは」市場に資金を供給することにより金融緩和効果を促すものであり、その上で、ゼロ金利を続けるコミットメントを時間的に保障することにより、市場の混乱を避けること、中長期の金利を低下させること インフレ期待を創造し、インフレへ転換させること、の3つを達成するものである。これらが日本銀行の基本的なゼロ金利政策に対する見解である。

1.4 ゼロ金利の効果検証¹¹ (transmission mechanism)

日本銀行が短期金融市場に対して働きかけ、金利を下げることによる波及効果は主に5つあるとされる¹²。金利低下による銀行貸し出しの増加、長期金利の低下、株価の上昇、地価の上昇、外国為替市場での円売り、ドル買い、(外資流出)である。まず、の銀行貸し出しの増加について説明する。短期金融市場で日銀が短期の買いオペを進めることで、短期金融市場の金利は低下する。それに伴い、金融機関は低コストで資金を融通することが可能になるため、銀行の貸し出しが増大する効果が見込まれる

¹⁰ 日本銀行ホームページより引用

¹¹ なおここで述べる「ゼロ金利政策の検討」とはゼロ金利政策が解除される2000年8月までである。

¹² 岡部(1999)を参考

の長期金利の低下については時間軸効果によって説明がなされる。時間軸効果とは日本銀行がゼロ金利政策の継続条件を示し、市場参加者がゼロ金利はいつまで続くのかを予想することによって長期金利が低下する度合いが決定するというものである。このメカニズムは短期市場のターム物の金利とオーバーナイト物の金利の関係によって発生する。具体的に説明すると、オーバーナイト物がゼロになれば、資金の流動性の高い都銀は1～3週間物のような期日物で借りる資金を減らし、金利ゼロであるオーバーナイト物で資金を調達するようになる。また、1～3週間物の需要が緩めば、金利は低下し、さらにそれより長い1～11ヶ月物のような期日物で運用していた銀行はその取引を減らし、期日の短い(金利の低い)物で調達するようになる。これはまた1～11ヶ月物の需要が緩むことにより金利の低下を促し、結果的にオーバーナイト金利が低下すればそれより期日の長い物の金利も低下するという効果を生むのである。これが金利裁定効果である。

ここで重要であることは、この期日物の金利がどこまで低下するかは「市場参加者の予想」によるのである。ゼロ金利が短期で解除されると感じれば、市場参加者は期日の短いもので資金を調達するインセンティブがあまり働かないため、需給は緩まず、金利は低下しない。もし、ゼロ金利が長期にわたって続くと感じればこれとは逆に金利は低下することとなる。

・ について資産価格は上昇する見込みがある。資産価格とはその資産が将来にわたって生み出す予想収益の割引現在価値であり、金利が低下すれば割引率は低下し、資産価値は増加する。¹⁴また、預金金利がゼロ金利により低下すると、リスク資産に投資

¹³低コストで銀行が資金を運用できる理由の一つが準備預金制度との関連にあることも注目すべきである。銀行が貸し出しを増やせば、その分に地銀当座預金に準備預金を増やさなくてはならない。(資金の流動性の高い都銀等はその分増加幅が大きい)この当座預金を増加させるために、銀行はコール市場でお金を借り入れる必要がある。この資金融通コストがゼロ金利政策により低下するために、銀行は貸し出しを増加させることが出来るのである。

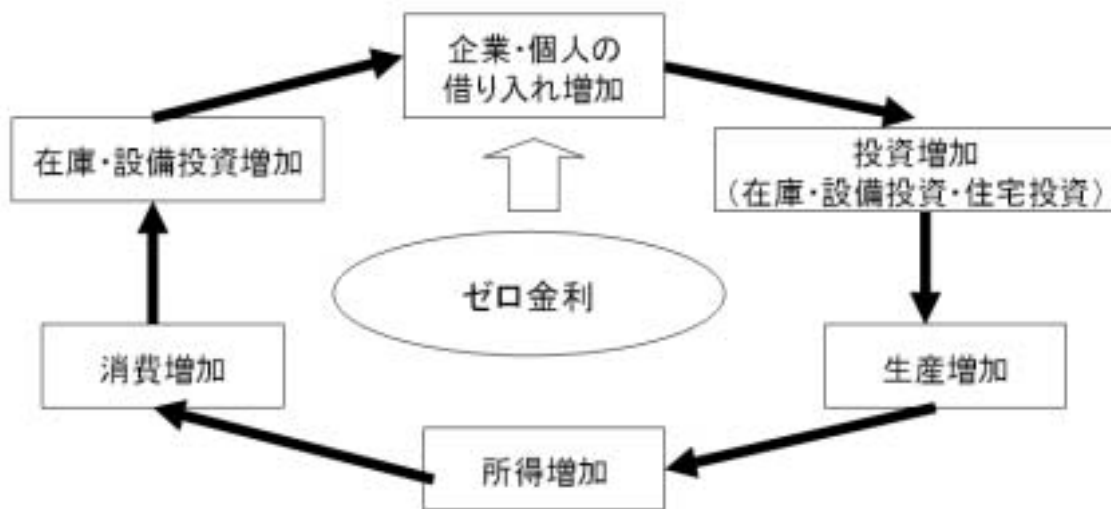
¹⁴岡部光明(1999)

するインセンティブが増大するため、資産価格は増大する。さらに資産価格の増大は個人消費の増加、企業投資の増加、銀行の貸し出し増加¹⁵につながり、景気促進効果が見込まれる。

の外国為替市場への影響については、外国資本の流出と、為替レートの円安ドル高が考えられる。ゼロ金利政策によって日本国内の債券利回りが低下すれば、利回りのより高いドル建て資産や、外国投資が増加するであろう。その過程で外国為替市場において円が売られ、ドルが買われる可能性が高い。そのため、円安・ドル高性向が高まると考えられる。また、この効果は経常収支の黒字効果をもたらし、輸出産業は生産拡大、輸入産業の収縮が見込まれる。

これら 5 つの波及メカニズムによって日本の国内景気は好転する。

図 3：ゼロ金利下における景気の自律拡大プロセス¹⁶



以上で示したものが、日本銀行のゼロ金利政策を施行する理由と、ゼロ金利政策のトランスミッション・メカニズムである。

¹⁵ 銀行の貸し出し増加が見込まれる理由として銀行の保有する株式の含み益の 45% は自己資本比率に組み入れることができる点が挙げられる。そのため、株式の増価は自己資本比率の上昇につながり、貸し渋り現象が緩和される可能性がある。

¹⁶ ゼロ金利政策により企業・個人の借り入れが増加する（銀行の貸出増加）。これによる日本の景気拡大を図示したものである

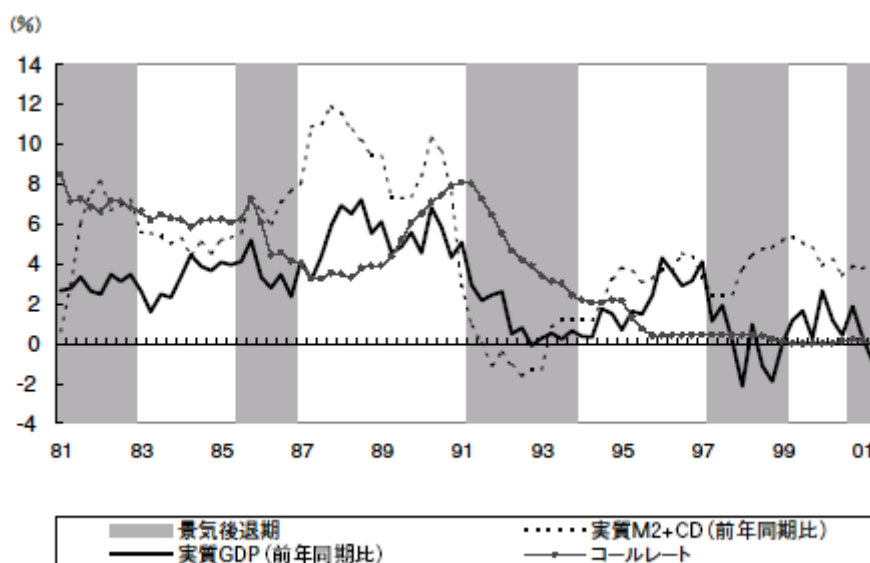
1.4.1 ゼロ金利政策の効果

では、果たしてこのメカニズムは実際に上記で示したような効果を波及させ、日本の景気はゼロ金利政策以降自立的拡大を伴ったのかを以下で検証する。

検証するポイントは 実際に金利は低下したのか、 銀行の貸し出しは増えたのか、 資産価格は上昇したのか、 為替レートは変化したのか、 ゼロ金利政策によって景気拡大効果はみられたのか、 の5つである。

まず、金利の動向から検証を行う。コールレートの推移を見ると、ゼロ金利政策開始が99年2月よりスタートし、オーバーナイト物の金利が99年3月から短資会社の手数料を除くと、事実上0%になった。岩田(2000)によると、他のターム物金利はゼロ金利政策によって急激に低下し、0.2%ほどの値で安定していたことが伺える。¹⁷

図4：短期金利の推移（コールレートはゼロ金利政策により低下）



(出所) 内閣府「国民経済計算年報」、日銀「金融経済統計月報」

財務省総合研究所「フィナンシャルレビュー」より引用

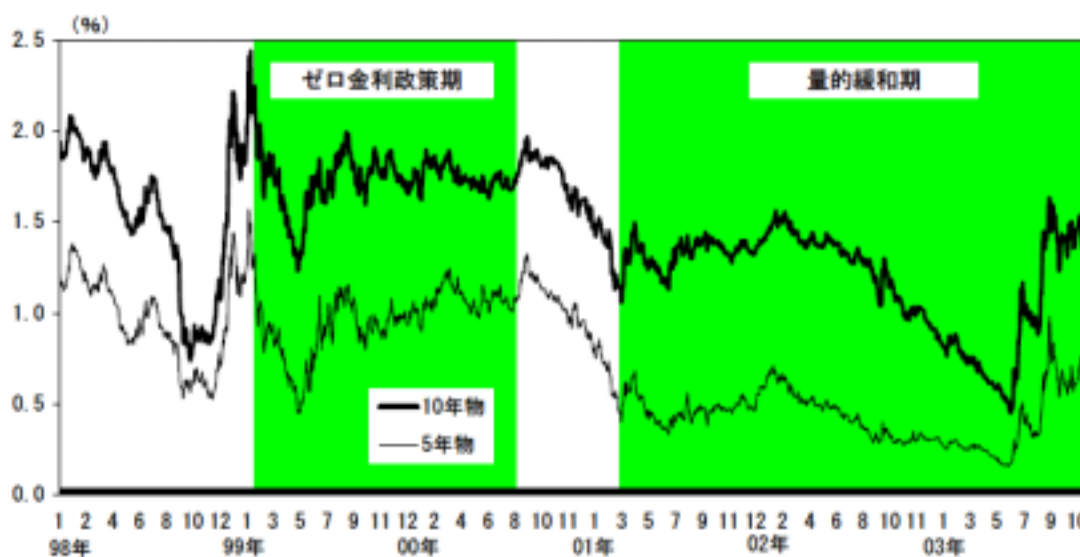
これに伴い、普通預金の金利、定期預金の金利も低下した。普通預金は元より0.1%程度と低いが、ゼロ金利政策後、2分の1まで低下し、99年3月まで0.05%となっている。また、定期預金金利は各種の満期平均で見ると、ゼロ金利前の0.44%から、2000

¹⁷ 岩田(2000)によると、短期金融市場でターム物金利が2000年1月に一時的に上昇しているのは2000年問題によってと解説されている。

年1月は0.121%と以前に比べて3割程度と下落した。

一方、国内の貸し出し金利を見ると、99年1月から2000年2月にかけて長期金利が2.29%から1.946%、短期金利が1.722%から1.685%へと低下した。しかし、預金金利ほどに低下しないことに留意する必要がある。¹⁸企業の商業・ペーパーのレートもゼロ金利開始時点では0.38%であったが、2000年3月に0.09%となっている。債権利回りについては満期の短い債権ほどゼロ金利政策後の低下幅は大きい。比較的短期である普通社債1年は99年1月の0.855%から低下して、2000年2月には0.308%である。長期国債(10年物新発行)の金利は99年1月では2.1%であったが、ゼロ金利政策後の99年4月には1.405%まで低下した。しかしその後には上昇傾向を見せたことから、長期債権に関して低下は一時的なものであったと解釈できる。

図5：長期金利の動向



日本銀行ホームページ「須田審議委員講演資料」より引用

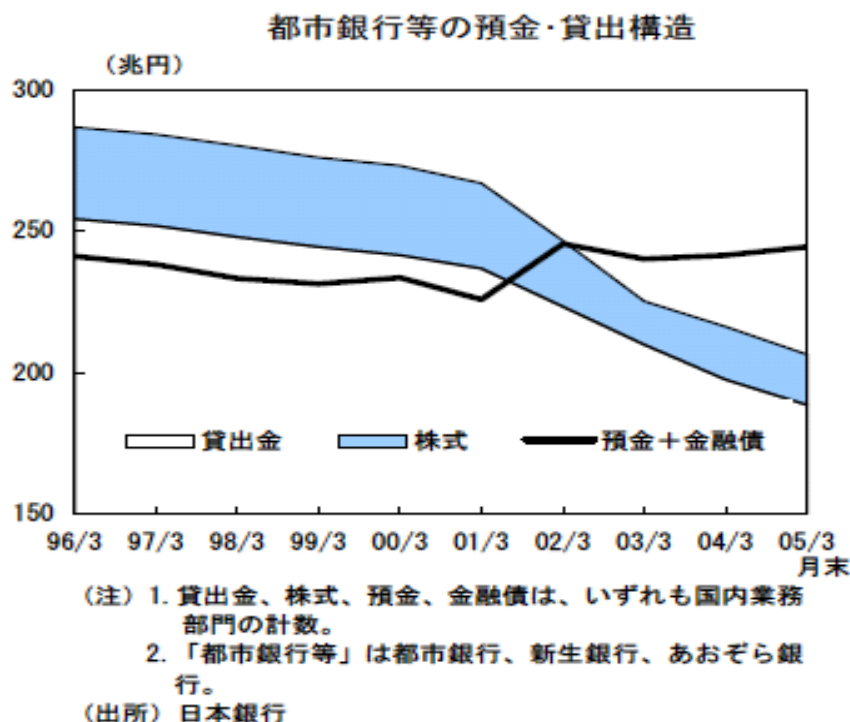
以上をまとめると、ゼロ金利政策後、一般的に金利は低下した。特に短期物ほど大幅に低下し、長期物の金利低下は緩やかなものであった。金利に関しては、ゼロ金利政策の目的は達成された。

¹⁸ 貸し出し金利には審査や営業等の活動にかかる費用があるため、預金金利ほどには下がらないが、銀行の資金調達コストが低下した分を、貸し出しの余力として貸し出し金利に還元できない当時の銀行の構造不安が伺えるポイントである。

次に の銀行貸し出しは増えたのかを検証する。結論としては銀行の貸し出しは増加せず、むしろ減少した。

岩田（2000）によると、99年2月を基準に見れば、国内5業態（都銀、長信銀、信託、地銀、地銀）の貸し出し残高は2000年2月までに6.7%減少した。¹⁹

図6：銀行貸し出しの減少



日本銀行金融市場局「2005年後半：金融市場レポート」より引用

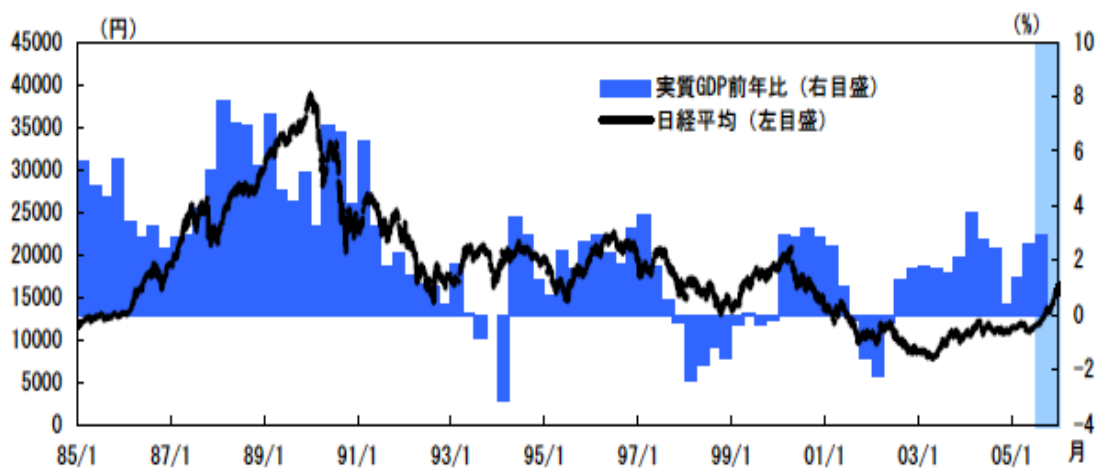
この理由としては2つ挙げられる。まず1つには銀行が不良債権に苦しんでいたことである。バブル崩壊後、銀行は不良債権を大量に抱え、その処理に苦心している。貸し出し減少率の高い銀行（日本長期信用銀行、信託銀行、都銀）ほど経営の建て直しのため、貸し出しに消極的にならざるを得なかったのである。もう1つの要因として、企業の借り入れ需要が低下したことが挙げられる。特に中小企業ほど経営難である傾向があり、貸し出しリスクが高く、担保となる地価もバブル崩壊のショックで減価していたため、貸し出しリスクに見合う担保が取れなかったことも大きな要因である。ただし、大

¹⁹ 内訳としては、都銀(-5.9%)長信銀(-25.4%)信託(-9.0%)地銀(-3.0%)地銀(-5.9%)の減少である。岩田(2000)を参照

企業に対してはゼロ金利政策後、徐々に貸し出しは増加している。まとめると、ゼロ金利政策後、中小企業への貸し渋り傾向は改善されず、貸し出し減少に繋がった。資金供給側、供給側それぞれに貸し出し減少の要因がありバブル崩壊後の負の要因が解消されていなかったことが伺える。

では の資産価格についてはどうであったのか、まず、有価証券から検証する。日本国内銀行の有価証券保有残高は99年2月以降増加しており、2000年1月までに、14.8%増加した。特筆すべきは国債投資の増加率であり、約62%も増加した。また、株式はゼロ金利政策スタートから1年後の2002年2月末には39%の上昇率におよび、その後も株式発行額が大幅に伸びた。ここからわかることは、ゼロ金利以降国債を中心に投資が増加し、全体的な有価証券保有残高を押し上げたこと。株式投資が急激に加熱され、裕福層を中心に個人消費の伸び、企業では設備投資が増加した。

図7：わが国の株価の長期的推移

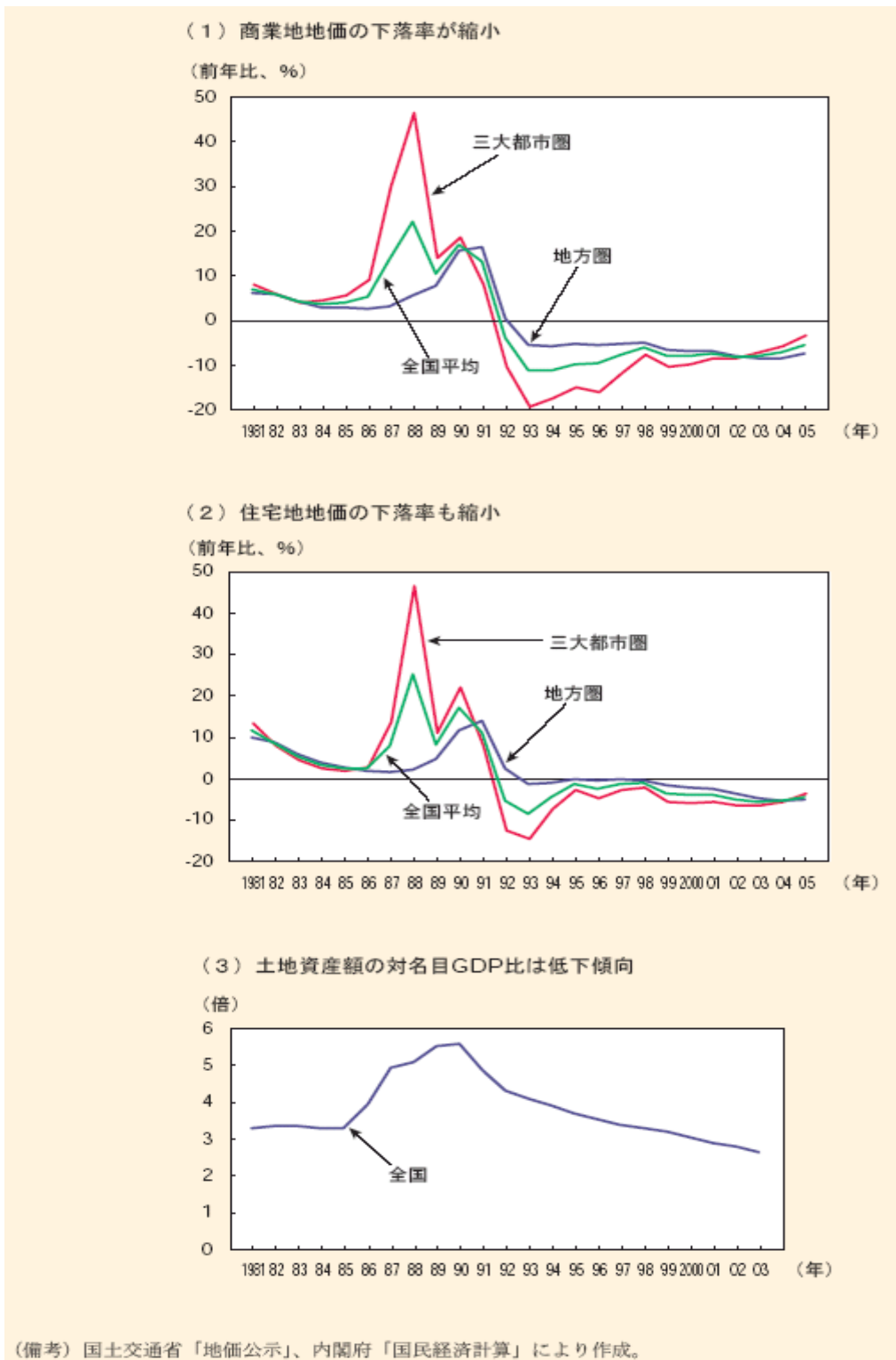


(注) 実質GDP前年比の直近は05/3Q。なお、95/1Q計数より新系列。

(出所) 日本経済新聞社、内閣府

日本銀行金融市場局「金融市場レポート：2005年後半の動き」より引用
 続いて地価の動向であるが、結論としてはゼロ金利政策によって以下に示すグラフの通り、地価は増価しなかった。

図 8：地価の動向



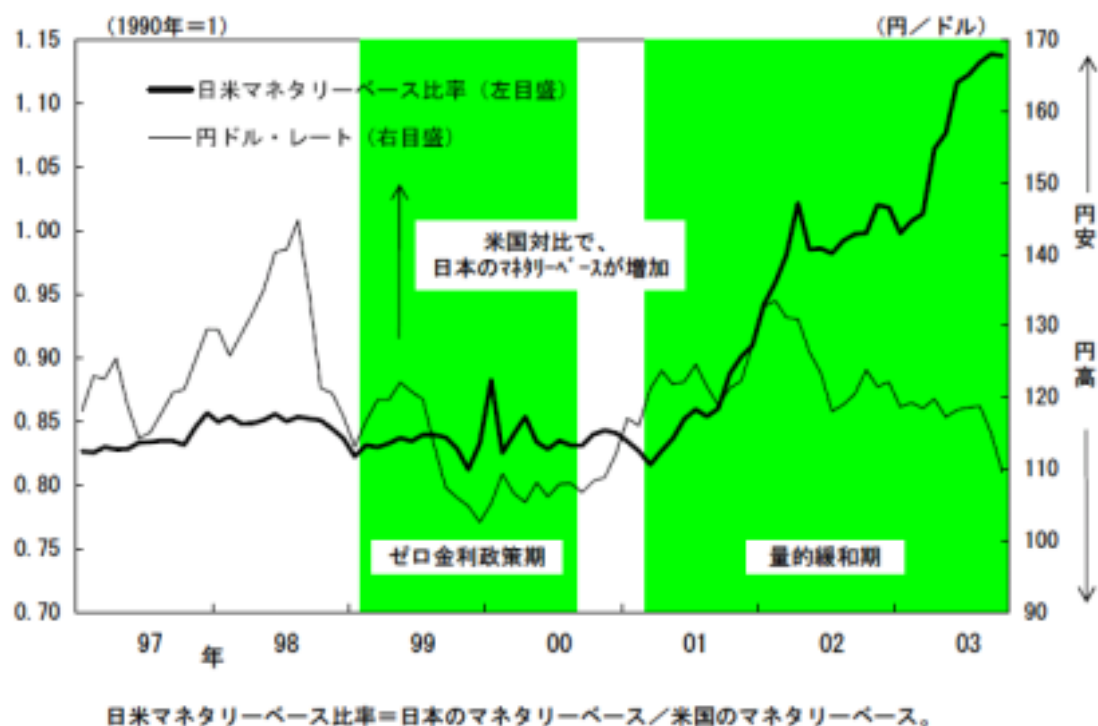
内閣府「経済財政白書(2005)」より引用

地価はバブル崩壊以降下落が続いており、2003年以降下落率は縮小しているが、下げ止まっていない。資産価格全体の動向をまとめると、地価の下落は止まらなかったが、

有価証券投資が増え、特に株式投資に対して大きな効果があった。

続いて の為替レートへの波及効果について検証する。99年2月における円・ドルレートの平均は116円66銭であり、ゼロ金利スタート後、99年8月までは上昇し、予想通り円安・ドル高に推移した。しかし、それ以降は図示されるように逆に円高・ドル安が進んだ。²⁰

図9：ソロス・チャート



日本銀行ホームページ「須田審議委員講演資料」より引用

この理由としては、98年8月～9月にかけて、日本経済の回復とそれによる企業収益の増加が期待され、超低金利とあいまって株式投資を活発化させ、外国投資家の投資も盛んになった。岩田（2000）によると、この時の円高要因として、「日本での国内卸売り価格物価の下落率の拡大によって日本の貿易財価格が米国の価格に比べて大幅に低下するとともに、その傾向が続くと予想された。」としている。結果的には一時的には円安・ドル高効果はあったものの、為替レートは対外的要因が多く含まれやすく、ま

²⁰ 日米金利差により、円・ドルレートが決定する考え（金利平価説）によると、日米金利差と円・ドルレートの推移は類似するはずであるが、このケースについては当てはまらない。

た複雑なものであるため、期待されたほど大きな影響は与えられなかったと考えられる。

最後に、のゼロ金利政策によって景気拡大プロセスは図られたのかについて検証する。これを検証する視点は3つある。

まず1つめは金融機関である。日銀のゼロ金利政策によって資金調達コストが低下し、銀行のバランスシートにはよい影響を与えたことは確実である。しかし、バブル崩壊のショックはなお大きく、不良債権の未処理問題により即時的なバランスシートの改善は見られなかった。この時、銀行が必要とされていたのは構造改革であり、構造改革の準備期間であった銀行は資金調達コストの低下を構造改革のための資金として運用していた。

次に民間企業の観点から考察すると、大企業に対する銀行貸し出しが増加したため、大企業での資金繰りは改善した。また、多くの企業はリストラクチャリングの過程にあり、即時的な好転効果は見受けられなかった。中小企業においては資金繰りが苦しくさらに経営縮小を余儀なくされた。

最後に、家計である。家計の消費は未だに冷え込んだままであり、それに伴う消費者物価指数も徐々に低下し、需要の減少によるデフレーションをもたらした。また、企業の不振による失業率の上昇も問題視され、家計の側面から見ても景気拡大には寄与していないと考えられる。また、ゼロ金利政策の弊害としてよく指摘される預金金利の低下も、預金の多い高齢者層に対して利子所得を減少させたと考えられる。しかし、その一方で、住宅ローンなどの利子の低下は家計にプラスに寄与している。利子の受け取りよりも、支払いの多い中高年齢層では可処分所得は増加したであろう。よって預金金利の低下よりも雇用不安の方がマクロ的に見ればリスクが高いので、ゼロ金利政策はいくらか家計に対してポジティブな要因をもたらしたと考えられる。

要点をまとめると、以下のようなになる。

- (1) ゼロ金利政策は即時的な効果は大きくないものの、その継続によって景気好転要因に十分成りうる。

- (2) 但し、企業や家計の心理が極度に冷え込み、経済全体のバランスシートが崩れている場合には、金利の低下による債務者の保護程度の効果しかない。

21

- (3) よって、ゼロ金利政策は日銀の明確なコミットメントの下、長期的に行われるべきである。

1.5 2000年におけるゼロ金利政策解除への批判的検討

2000年8月11日、日本銀行はゼロ金利政策を解除し、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的に見て、0.25%前後で推移するように促す。」とした。この理由は以下に示すとおりである。

- (1) 「日本銀行は、1999年2月、先行きデフレ圧力が高まる可能性に対処し、景気の悪化に歯止めをかけるためのぎりぎりの措置として、内外に例のない「ゼロ金利政策」を導入した。その後、デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢となるまで「ゼロ金利政策」を継続するとの方針のもとで、この姿勢を維持してきた。」

(2) その後1年半が経過し、日本経済は、マクロ経済政策からの支援に加え、世界景気の回復、金融システム不安の後退、情報通信分野での技術革新の進展などを背景に、大きく改善した。現在では、景気は回復傾向が明確になってきており、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高い。そうした情勢のもとで、需要の弱さに由来する物価低下圧力は大きく後退した。

(3) 今回の措置は、経済の改善に応じて金融緩和の程度を微調整する措置であり、長い目でみて経済の持続的な発展に資するという観点から行うものである。

以上日本銀行ホームページ「政策委員会・金融政策決定会合議事要旨」より

しかし、この政策転換の決定は後に大きなデフレの進行というネガティブな要素を残す

²¹ バブル崩壊以降、日本の金融業界（特に銀行）は不良債権を多く抱えており、ゼロ金利は銀行や負債を抱えた企業が利するだけの政策であるとの批判が多くなされたことも事実である。

こととなる。この批判の主となる根拠は3つある。

- (1) デフレを払拭できず、ゼロ金利政策解除後にデフレが進行したこと
- (2) ゼロ金利解除後に、対外的な要因を受け日本が再び景気の悪化傾向に転換したこと。
- (3) 日本銀行への信頼が低下すること。

まず、2000年8月以降消費者物価指数はマイナスへと転換し、2001年には前年比-1%へと転換し、それ以降2006年1月までデフレが進行し続けることとなる。また、それに伴い、日本の景気全体が再び低迷することとなる。これはアメリカにおけるITバブルの崩壊、円高による輸出産業の停滞、鋳工業生産が現象に転じたこと等の要因によるものである。²²これらは一義的に日銀の失策によるものではないといえる。しかし外生的な要因を日銀は予測し、デフレーションのリスクを検討することは可能である。それは日本銀行法第2条の「日本銀行は、通貨及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」の精神にも明示されていることであり、ゼロ金利政策は8月において解除されるべきではなかったと考えられる。

日本銀行速水元総裁の講演の中で、ゼロ金利政策の解除要因として次のことが挙げられている。

「第1に、景気の改善が続く中でゼロ金利政策のような極端な緩和政策が長期に亘ると、超低金利が長期にわたり維持されるという期待に基づく行動が広がりやすくなる。その傾向が過度になると、結果として経済や物価の変動を大きくしたり、さらにそのような変動を回避するために必要な金利調整が急激になること、第2に、ゼロ金利解除のタイミングが問題となるが、日銀としては先行きの経済・金融に潜むリスクを考慮しながら、アカウンタビリティの要請を満たすためには、経済の改善状況を確認しながら、現段階で金融緩和の程度を微調整しておくことが懸命な判

²² 軽部謙介(2004)を参考

断である。」²³

これを要約すると、予想インフレ率が低下しすぎるとインフレ醸成が進み、インフレが発生した場合、日銀は急激な引き締めを行わざるを得ないため、今のうちに解除しておく、ということになる。しかし、十分にデフレ懸念が払拭されない状況でゼロ金利を解除することは市場参加者のインフレ予想が払拭されないため十分な緩和効果が無いこと、「金融緩和の微調整」という曖昧な政策基準がアカウントビリティの低下をもたらすこと、アカウントビリティの低下により、市場が混乱すること、市場の混乱を是正するためにはさらに急激な金融政策を行わざるを得ない、日銀がよりリスクの高い選択を取らなくてはならないこと、の4つのリスクを生む。もとより日本銀行はゼロ金利政策の政策目標を物価にフォーカスしていたことから、物価が安定的な上昇を見せていない中での解除の必要性は無かったと考えられる。

3点目で挙げた日本銀行への信用低下という問題であるが、1998年4月より日本銀行は「新日本銀行法」の元で運用されるようになり、金融政策決定の「独立性(中立性)」を持って、金融政策を施行することとなった。しかし、ゼロ金利政策を解除するに当たって政府と対立することがしばしば見られ、2000年8月のゼロ金利解除も政府との対立の末、政府サイドの反対を押し切って行った決議であった。²⁴「独立性」や「政策に対する責任」を保つためにはそれに値する信用が無くてはならない。「独立性」とは日本銀行への信頼があってこそ、行使できる権利であり、独善的な判断で失策を招き、市場や政府からの信頼を低下させては、日本銀行の独立性にとどまらず、日銀の政策決定機能の低下による日本経済構造の劣化を招きかねない。²⁵日本銀行はゼロ金利政策解除という選択により、市場と政府からの信頼を低下させてしまう事態に陥ったのである。

²³速水(2004)より引用。

²⁴日本銀行はゼロ金利政策のコミットメントとして、「デフレ懸念の払拭」を掲げていた。日銀の金融政策のコミットメントについては「ルールか裁量か」という大きな議論がある。また、須田(2005)においても中央銀行の政策決定に関する先行研究として議論されている。

²⁵実際にこのとき、日本銀行法再改正の動きが国会にあり、日本銀行の独立性及びその権利が脅かされる危機があった。この根源には日本銀行に対する政界からの不満があった。

第2章：更なる金融緩和政策

2.1 量的緩和政策

2001年3月、日本銀行は更なる金融緩和政策である「量的緩和政策」の実施を決定した。具体的な内容は4つある。

- (1) 金融調節の主な対象をコールレートから日銀当座預金に変更すること
- (2) (1)を消費者物価指数の上昇率が安定的にゼロ以上となるまで続けること
- (3) 長期国債の買い入れを増額すること
- (4) 「ロンバート型貸出」という新しい日銀貸し出しの制度を導入すること

ゼロ金利政策解除後日銀によって続けられてきた金融緩和政策によっても、デフレ懸念が払拭できなかった。さらに日本経済は再び低迷傾向を見せ、日本銀行の追加的な金融緩和政策が期待されることになった。そこで日本銀行は、従来の政策調節対象を消費者物価から日銀当座預金、つまりマネタリーベースへと変更した。量をターゲットにすることによってマネタリーベースを増加し、確実に市場へのマネーサプライを増加させ、物価の上昇をもたらそうとしたのである。

2001年8月には量的緩和拡大を決定し、日銀当座預金目標を一兆円、長期国債買い入れ額を月2000億円増額するとした。さらに同年12月、日銀当座預金を10～15兆円、長期国債を8000億円、2002年長期国債買い入れを1兆円と追加的に緩和策を実行していった。

2.1.1 量的緩和政策の狙い

量的緩和政策を行うことによって期待する効果は3つある。²⁶

- (1) 時間軸効果
- (2) ポートフォリオ・リバランス効果
- (3) 期待効果

²⁶ 日本銀行ホームページ「おしえて、にちぎん
<http://www.boj.or.jp/oshiete/seisaku/02101010.htm>」より引用

(1)と(3)はゼロ金利政策による金融緩和効果を一層高めるものであり、ほとんどゼロ金利政策と期待する効果は同じである。量的緩和政策で新しく概念化されたものは(2)の「ポートフォリオ・リバランス効果である。」これは、日本銀行当座預金というノーリスク・ノーリターンの金融資産を、量的緩和政策により金融機関が多く持つことによって、金融機関は日銀当座預金以外の資産をハイリスク投資に設定する、という効果である。これにより金融機関は貸し出しや債権・株式投資などよりリスク嗜好型の資金運用を行うことが期待されるのである。²⁷

2.2 量的緩和政策の評価

2000年のゼロ金利解除後、再び日本景気のダウンサイド・リスクが顕在化し、日本銀行は対策の必要性に迫られた。結果的に、日銀はさらなる金融緩和効果を狙って量的緩和政策を実行した。ここでは、まず 量的緩和以外の他の手段は無かったのか、そして 量的緩和は求められた政策であったのかを検証する。 を検証するに当たり、量的緩和との対比で語られる議論として、インフレターゲットング、調整インフレ論が挙げられる。次項でこれらの諸政策の比較検討を行う。

2.2.1 量的緩和とインフレーションターゲットング

インフレターゲットングとは、「物価の安定」を目指すうえで、インフレ率に具体的な数値目標を与える金融政策の手段である。ゼロ金利政策が「金利」、量的緩和政策が「マネタリーベース」をターゲットにするのに対して、金融政策の達成目標である「物価」に焦点を合わせるものである。²⁸

²⁷池尾(2005)によると、量的緩和には3つの側面があり、景気安定化政策、金融システム不安への対策、国債管理政策と分類している。 については後の項で考察を加える。

²⁸日本銀行のインフレーションターゲットングに対する見解は3つのポイントに整理されている。中央銀行の目的である「物価の安定」を、具体的な物価上昇率(消費者物価指数等)の「数値」で示す。中央銀行は、先行きの物価上昇率の「見通し」を公表し、それと上記目的がずれそうな場合に政策対応を行う。目標の達成が難しい場合には、それを説明するための仕組みを整備する(政府向けのレターなど)。

図 10：金融緩和政策の比較検討

政策の種類 目標・効果	量的緩和政策	インフレーション・ ターゲティング	調整インフレ論
最終目標	物価の安定	中央銀行に対する信 認の獲得	物価の安定
政策目標	デフレの抑制	政策の透明性の向上	インフレの誘発
操作目標	物価上昇率	物価上昇率	物価上昇率
主な政策手段	<ul style="list-style-type: none"> ・ マネタリーベースの増加 ・ 長期国債買いオペレーション 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 数値目標の公表 ・ インフレーションレポート ・ 説明責任の行使 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 低金利の長期的維持 ・ 多種多様なオペレーション(マネタリーベースの増加)
効果	<ul style="list-style-type: none"> ・ 短期金利の一層の低下 ・ ポートフォリオバランス効果 ・ 期待効果 	<ul style="list-style-type: none"> ・ インフレの抑制 ・ 政策のアカウンタビリティ向上 	<ul style="list-style-type: none"> ・ インフレ期待の創出 ・ 流動性の罫からの脱却

速見（2000）小宮（2002）植田（2006）を参考に作者作成

日本におけるインフレターゲティングには2つの議論が存在し、1つは金融政策の透明性を高め、物価の安定に対する信認を強めるための手段として物価を焦点とするものであり、もう1つはポール・クルーグマンの「調整インフレ論」であり、目標を4～5%に設定し、その達成のために様々な手段を実行するものである。²⁹インフレターゲティングを採用している国はイギリス、ニュージーランド、スウェーデンなどがある。

インフレターゲティングは、インフレ目標を設定し、その中長期的な達成を目指して政策運営を行う、判断の根拠となる経済見通しの好評など、対外説明を充実させるという3つの要素から構成されている。

他方、調整インフレを行う場合、まずインフレ数値目標を設定し、市場参加者に対して数値目標を公表し、あらゆる手段を用いて人為的に物価上昇を創出する、そう

²⁹ 速水（2000）を参考

した上で 設定した数値を達成した後引き締め政策に徐々に転換する(解除条件を設定する)ことが必要である。あらゆる手段とは、日銀の国債買い切りオペの増額や日銀による国債引き受け、株式や不動産の購入なども含め、政策手段を増やしていくことを指している。2つの大きな違いは長期国債の引き受けや株式の運用の是非である。では次に日本においてインフレターゲットや調整インフレは有効であるのかを検証する。

結論として、インフレターゲットや調整インフレ論を日本が導入することは難しいと考える。その理由としては、「物価安定」の定義が不明確であり、物価の計測が困難であることが挙げられる。また、日本のように先進国においてはグローバル化が進んでおり、市場参加者が多すぎるため、期待インフレ上昇率が政策目標の公開によって過度に反応してしまい、物価調整効果が失われることやインフレ率の上昇により将来の不確実性が拡大し、リスクプレミアム分だけ余分に長期金利が引き上がってしまう恐れがあることも考えられる。さらに調整インフレ論におけるインフレを起こす手段としての問題もあり、すでに日本においては通常の金利操作による緩和手段は使い果たしているため、国債買い入れの増額や引き受けなどオーソドックスでない手段が用いられることや、問題視されている財政赤字の増加傾向と、日本銀行の国債買い支えが進めば国債への信用が低下し、長期金利の上昇を引き起こす可能性があることも挙げられる。元より、インフレターゲットが採用されるのは高いインフレ率に悩まされていた国³⁰が、物価の抑制効果を期待して導入するケースが多く、インフレターゲットを「インフレを抑制し、物価安定を維持する」という姿勢の表れと解釈できる。日本においては、インフレ率がマイナスであるためこの概念は適応しにくいと考えられる。

で「物価安定」の定義が不明確と示した通り、先進国における IT 革命などで生産性向上と新製品の開発を通じて価格低下を促進する効果もあるため、「物価指数のバイアス問題」に議論されるようにインフレやデフレの本質を見極めることは難しく、名目

³⁰ 例として、イギリスが挙げられる。イギリスではインフレ率が 10%前後と高い水準にあったものを、1992 年にインフレターゲットを導入し 2.5%に設定することで物価安定効果をもたらした。

的な物価で景気判断をすることは適切ではない。デフレと経済成長が同時進行する可能性も十分あるため、日本においてインフレターゲットを採用するのは適切な選択ではないと結論付けることが出来る。

よって、日本においてはインフレターゲットではなく、量的緩和という形で追加的な金融緩和効果を期待する手段が適切であったと結論付けることが出来る。ただし、問題点を指摘するならば、日本銀行が積極的政策として量的緩和政策を採用したのではないということである。最後の緩和手段であったゼロ金利政策を、2000年の解除によって緩和効果を相殺してしまい、日本は「流動性の罠」に陥ってしまった。³¹この元では金利調節は有効でなく、マネタリーベースを引き上げた上で、その状態を長期的に持続させる「コミットメント効果」言い換えれば量の増大という直接的な効果ではなく、「量の増大の長期的維持によるインフレ期待の創出」という、間接的かつ効果が懷疑的な苦肉の策を採用せざるを得なかった。³²

また、あくまで金利操作により景気回復を促すため、オーバーナイト・レートをマイナスにする議論があるが、これは現実的ではない。理由として 現金には金利がつかない以上、銀行はマイナス金利下では貸出を行うよりも現金を保有するインセンティブが働く。その結果銀行に現金を滞留させ、現金供給を増加させても貸出金利をマイナスにすることができなくなる。民間銀行の貸出金利をマイナスにするため公定歩合をマイナスにすることが考えられるが、民間銀行が日本銀行からの借り入れで利益を増やすことが出来る一方、民間銀行がその利益を貸し出し金利のマイナスという形で換言するか否かは不確実であることが挙げられる。よって金利をマイナスにすることは、現段階では現実的な提案とは成りえない。³³この観点からしても量的緩和は「そうせざるを

³¹ 浜田・原田(2004)

³² 1999年当時、日本銀行が時間軸政策について議論していた段階では krugman(1998)の文献で同じような議論がなされていたのみであり、学会からもその効果について懐疑的な意見が寄せられた

³³ 岡部(2003)を参考

得ない」性質のものであったと言える。³⁴

2.3 2005年後半の金融市場動向

2006年1月現在日本の景気回復傾向は強まっている。日本銀行金融市場レポートによると、以下のように評価されている。³⁵

2005年後半の日本金融市場は 株価がこのところのレンジを抜け、海外との比較でも強く上昇する中で、長期金利の上昇は緩やかなものであり、円相場は主要通貨に対して下落傾向を続けた。景気回復が明確になる下で、各経済主体の自身が高まったことが、株価の上昇やその他資産への投資姿勢の積極化に繋がったと考えられる。

以下で各セクター別に金融市場の動向を分析し、量的緩和との関係についての考察に繋げる。

2.3.1 消費者物価指数は上昇傾向

消費者物価指数（CPI）は景気低迷を背景に1998年7月から低下傾向が定着していたが、2002年1月を谷とする景気回復が本格化し、2005年10月には前年同月比横ばい、11月は0.1%の上昇と脱デフレの動きが広がっている。2000年を100として比較すれば、2005年12月度は、98.1ポイントとなり、2ヶ月連続0.1%の上昇を達成している。また、2005年度のCPIは前年比0.1%の下落で2000年から6年連続の下落を見せているが、現在の傾向が継続すれば2006年度のCPIは上昇に転じるとの見解が強い。

日銀は量的緩和解除の条件に CPI の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上で推移すること、CPIの先行きがマイナスにならないとの見込みがあること、経済・物価情

³⁴ 日本銀行はゼロ金利政策も量的緩和も本質的代替りの無い、究極的な緩和政策であると評価している。このことから日本銀行に残された選択肢は限定的であり、苦肉の策であることが伺える。

³⁵ 日本銀行金融市場局（2006）より引用

勢の総合判断の3つを挙げている。 の条件は2006年1月現在で3ヶ月連続で満たしていることになり、1月27日の金融市場では長期金利が上昇、円先物金利も上昇した。日銀福井総裁によると「CPIが安定的にゼロ以上になったといえるか、冷静かつ適切に判断していく重要な局面に入っている。」³⁶として量的緩和のタイミングを模索する段階に入っている。

2.3.2 株価は上昇

日経平均株価はバブル崩壊以降低下し続け、2003年度には1万円台を切ったが、その後徐々に回復を見せ、景気回復と企業収益の堅調さが確認される下で、2006年1月現在、1万6000円台に回復した。昨年のジェイコム株大量誤発注や、今年1月のライブドアショックによる株価急落、東証のシステムダウンなどダウンサイド・リスクは一時的にあったものの、新興株式市場の株価も最高値圏の水準にあり、売買高、売買代金も80年代のバブル期を超え、最高水準に達した。これらの要因として、海外投資家の旺盛な需要、個人投資家のインターネット取引や信用取引の拡大、企業の自社株買いやM&Aも拡大したことが挙げられる。

2.3.3 短期金融市場は縮小

短期金融市場は日本銀行が所要準備を大幅に上回る資金供給を続ける下で、極めて緩和的な状態が続いている。但し、2005年夏季以降、量的緩和の議論が活発化したことを受けて、長めの短期金利は上昇した。

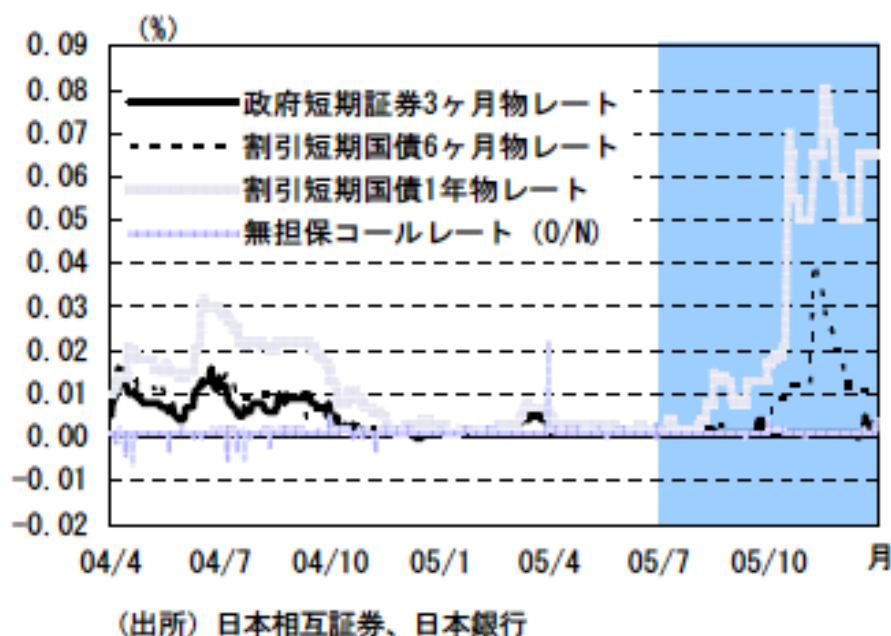
また、日本銀行の5年近くに及ぶ量的緩和の下で、金融機関の資金調達における日本銀行の資金供給オペへの依存度は大きく高まっており、その分インターバンク市場の役割は後退している。これは資金の出し手がゼロ金利の下で資金放出のインセンティブを低めた一方、取り手は日本銀行のオペによる積極的な資金供給により市場での調達ニーズが低下したためである。また、市場規模が縮小しただけでなく、3つの変化も見られる。取り手と出し手の顔ぶれが変化したことである、以前の取り手は都市銀行、出し

³⁶ 日本経済新聞 2006年1月27日夕刊の記事より引用

手は地銀や投資信託等であったが、都市銀行等の資金調達が大幅に減少し、証券会社や外国銀行が増加していること、規模の大きな金融機関がこれまで以上にメガ化し、大手の市場参加者の数が減少していること、に決済制度が大きく変わってきていることが挙げられる。

さらに、日本銀行の資金供給オペレーションに対する金融機関の応札状況は8月初めにかけて札割れが続き、当座預金残高が目標³⁷の下限である30兆円を一時的に下回る局面も見られ、市場の資金余剰感は強いことが挙げられる。³⁸

図 11：短期金利市場の推移



日本銀行金融市場局（2006）「金融市場レポート - 2005 年後半の動き」より引用

³⁷ 日本銀行当座預金目標残高は下限 30 億円、上限 35 億円である。

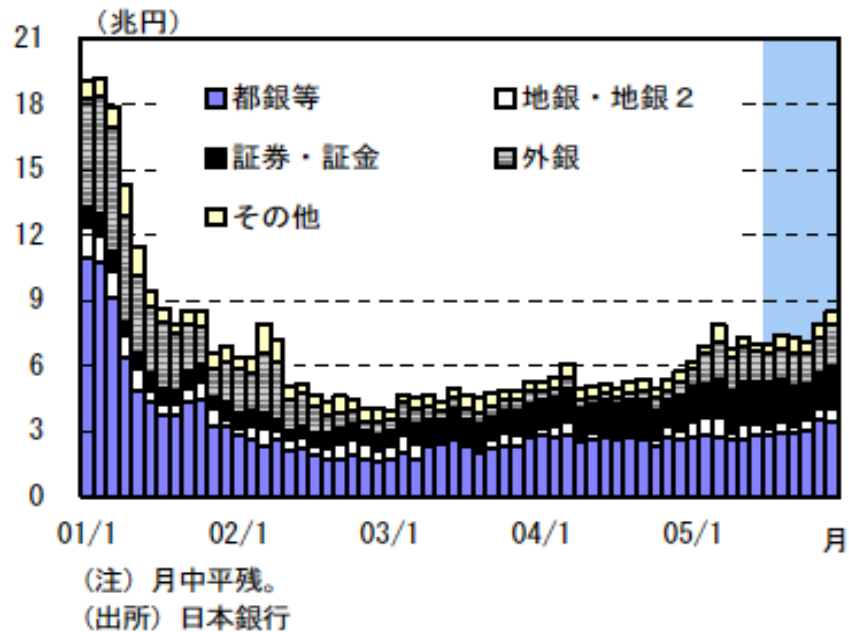
³⁸ ここで見られた日銀当座預金の変動要因は大きく 3 つある。

まず 1 つめに 銀行券要因、である、これは金融機関が個人や企業に対して銀行券を受払いする際に当座預金を取り崩されたことによる。

次に 財政等要因である、国が年金の支払いなど受取人の金融機関講座に資金を払い込むことにより、当座預金が増減するもので、景気回復による税収増で国への払い込みが増えることにより当座預金が増減する。

3 つ目に 金融調節要因である。これは、のような当座預金の過不足要因を均すために、日本銀行が金融機関に対して資金供給、ないし資金吸収のための金融調節を行うことにより、当座預金が増減するものである。金融システム不安が後退したことなどから金融機関側で資金余剰感が強まると当座預金は積みあがりにくくなるという性質がある。

図 12：無担保コール市場残高



日本銀行金融市場局 (2006)「金融市場レポート - 2005 年後半の動き」より引用

2.4 量的緩和は日本の景気回復に寄与したか

2.3 において日本は景気回復基調が強まっていることを強調した。そこで、日本銀行の量的緩和政策が日本の景気回復に寄与したかについて検証する。以下では「マーシャルの k 」、景気の自立的拡大プロセスを用いた金融機関の貸し出しの動向、企業家計行動の変化(期待効果)、長期国債の買い入れの観点から量的緩和の評価を行う。

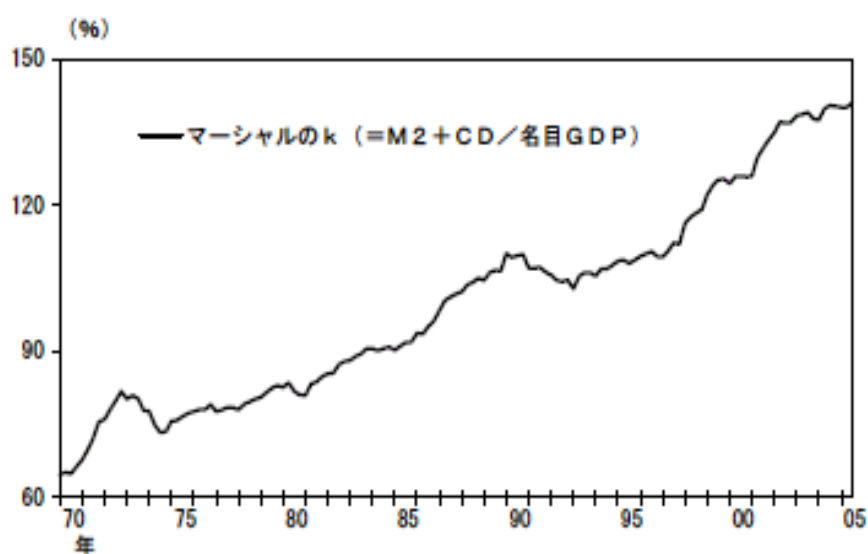
2.4.1 マーシャルの k による分析

短期金融市場の動向より、市場の資金余剰について述べた。ここでは量的緩和の程度を図る指標として「マーシャルの k 」を用いる。マーシャルの k は $(M2 + CD) / \text{名目 GDP}$ で表され、経済成長率に対する貨幣の供給量を示す。 k の上昇は資金の供給過剰を表し、 k の低下は資金の供給不足となる。図より日本においてマーシャルの k は年々上昇しており、2005 年度の値は約 1.4 である。また、1999 年からのゼロ金利政策、2001 年からの量的緩和政策の施行に伴い k の値は急増している。

このことから、日本においては 実体経済以上に貨幣は供給超過の状態であり、量

的緩和によってさらにkは上昇している。また、マーシャルのkの理論では2000年において経済成長に必要な資金供給量はすでに超過していることから、量的緩和によって供給量を増やすことよりも、サプライサイドの構造改革(企業の生産性上昇や、不良債権処理等)を実現することが景気安定化には効果があることが示される。よって量的緩和政策は景気回復にあまり寄与していないことが判明する。

図 13 : マーシャルのk

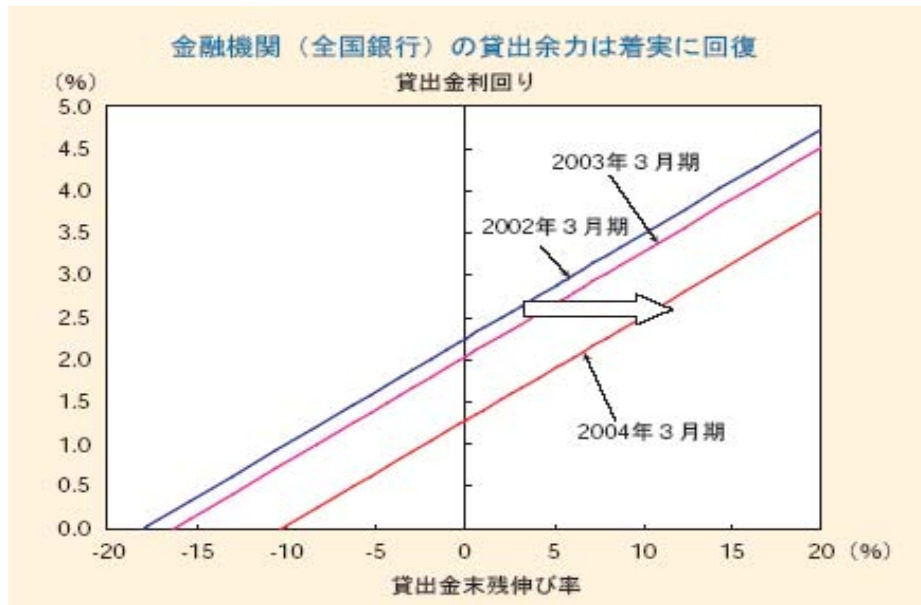


日銀レビュー「マネーサプライの動向について」2006年1月より引用

2.4.2 金融機関の貸し出しの動向

1.4で示した景気の自律的拡大プロセスを基にすると、企業や個人の借り入れ増加が景気拡大に寄与する。日本銀行の量的緩和はマネタリーベースの拡大によってマネーサプライの供給拡大を目指すものであるため、量的緩和が有効であれば、金融機関の貸し出しは増加し、景気拡大に寄与するはずである。

図 14：金融機関の貸し出し供給曲線の推計



経済財政白書（2005）より引用

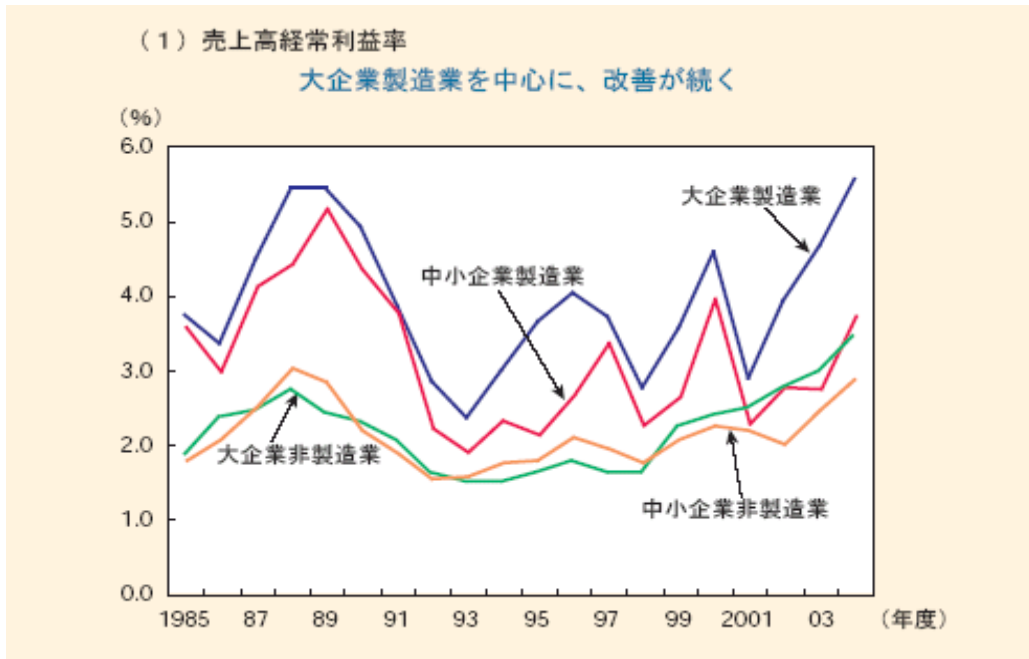
上記の図より、金融機関の貸し出し余力は着実に回復している事が伺える。

貸し出しが増加した要因としては 貸し渋りの要因であった不良債権処理が進み、特に主要銀行の不良債権化問題が正常化したことにより多少の貸し出し余力が生まれたこと、近年の景気の好転により公的資金の返済を終える見通しがついたこと、2002年度実施された「金融再生プログラム」以降、金融機関の貸し出し態度が改善したこと、金融再生プログラムが一定の成果を挙げたことなどが挙げられる。

このことから量的緩和政策の下、金融機関は資金調達コストの低下により 不良債権処理を進め、十分ではないが、貸し出し余力を創出することが出来たと考えられる。

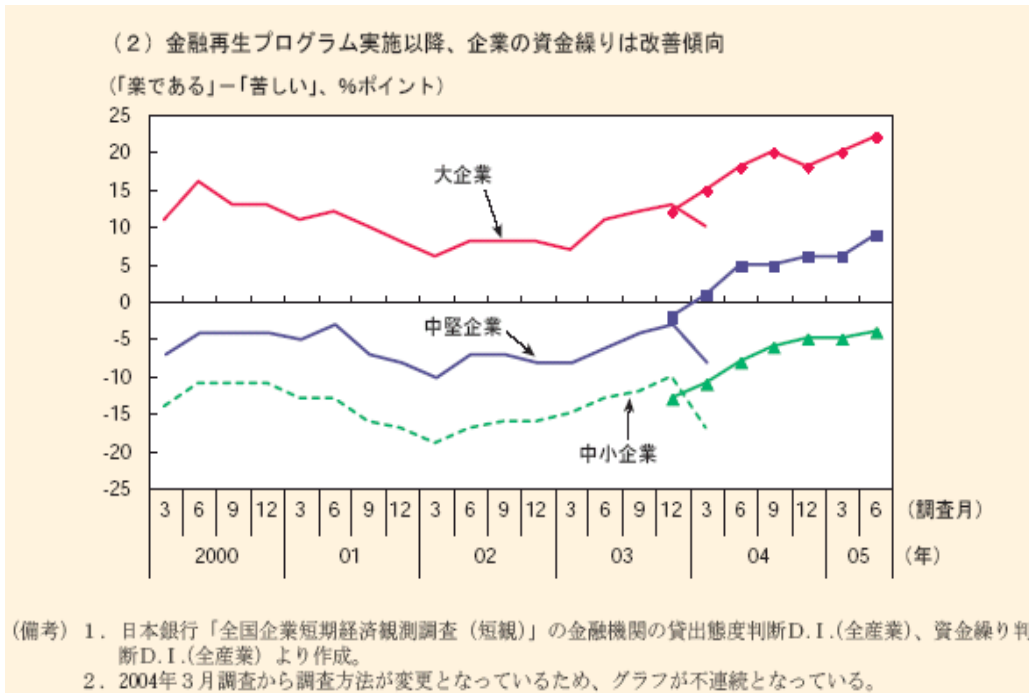
2.4.3 企業家計行動の変化

図 15：企業の売り上げ高経常利益率



企業部門で見ると、98年、2001年と収益性の落ち込みが見られるが、その後は、大企業製造業を中心として全体的に利益率が改善している。

図 16：企業の資金繰りに対するアンケート調査



また企業の資金繰りに対するアンケート調査によっても大企業を中心に 2003 年以降、資金繰りが行われやすくなっている。このことから 大企業を中心に経営改善が見られ景気回復に寄与している。また、 中小企業において、回復はしているものの、比較的 低水準であることが分かる。

これに対して家計の動向は 少子高齢化と、団塊の世代の定年を迎えて家計の貯蓄率が低下している。 ゼロ金利政策により、預金金利が低下したため、家計の金利収入は低下している。 企業の収益性改善と労働分配率の上昇にはタイムラグがあるため、即時的な家計への好影響は見られないと分析でき、家計への実質的な景気回復の効果が現れているとは言えない。³⁹

但し、量的緩和政策の効果の 3 点目で挙げた、「期待効果」について、景気の先行きに対する企業と家計の見通しは緩やかに改善していることから、内閣府はこれを期待効果の 1 つの現れであると分析している。

³⁹ 池尾（2005）を参考

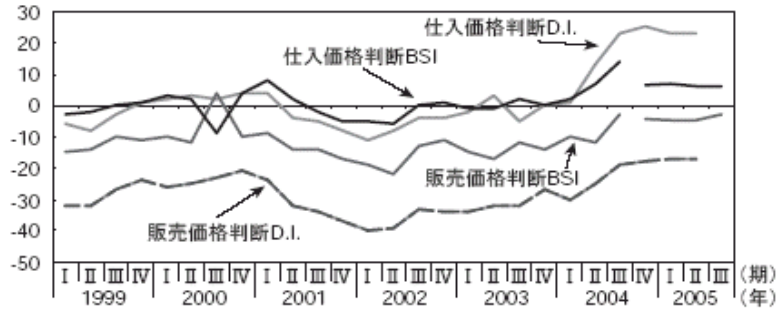
図 17：物価に対する企業と家計の見通し

企業と家計の物価見通しの変化

(1) 企業の物価見通し

デフレ解消のテンポはやや鈍っている

(「上昇」－「下落」、%ポイント)

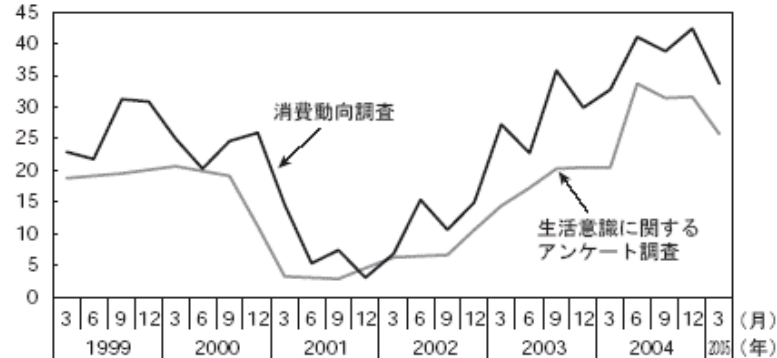


- (備考) 1. 販売・仕入価格判断D.I. (3ヶ月間の先行き)については日本銀行「短観」(各年月)より作成。
 2. 販売・仕入価格判断BSI (再来期の見通し)については、2004年3月までは内閣府「法人企業動向調査」(各年月)中の資本金1億円以上の企業、2004年4月以降は財務省「法人企業景気予測調査」(各年月)中の大企業の回答より作成。そのため2004年第III期と第IV期の連続性がない。
 3. 各値については、価格の見通しを「上がる」と予想した人の割合から「下がる」と予想した人の割合を引いたもの。

(2) 家計の物価見通し

物価に対する家計の見方は緩やかに改善

(「上がる」－「下がる」、%ポイント)



- (備考) 1. 内閣府「消費動向調査」(各年月)、日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」(各年月)より作成。ただし日銀データについては2003年までは3月と9月のみ。
 2. 各値については、物価の見通しを「上がる」方向に予想した人の割合から「下がる」方向に予想した人の割合を引いたもの。

「平成17年度経済財政白書」より引用

2.4.4. 総合的な評価

以上から、量的緩和政策の景気に対する効果は限定的であるが、良い影響を与えようと言えるだろう。量的緩和の狙いとして、時間軸効果、ポートフォリオ・バランス効果、期待効果の3つを挙げた。時間軸効果については、オーバーナイト物金利が

0.001%という低い値で推移していること、金利裁定効果により3ヶ月物金利もゼロ付近で推移していることから時間軸効果は確認される。

ポートフォリオ・バランス効果については大幅な効果は確認されないが、金融機関の貸し出しの緩やかな増加傾向と、株式市場の活発化から今後効果が拡大することが予想される。

期待効果については、十分ではないが緩やかに物価上昇期待が企業、家計とも上昇していること、CPIが2ヶ月連続0.1%上昇を見せたことからさらにインフレ期待が拡大することが見込まれる。

但し、ゼロ金利政策、量的緩和政策に共通する性格として即時的な効果がなく、長期に渡って政策を継続することにより、初めて効果が現れる性質がある。よって長期的に検証しなくてはならず、かつ景気の変動要因は複数・複雑要因であるため、厳密に測定することは難しい。

第3章：今後の金融政策の課題

3.1 金融政策の問題点

3章では、今後の金融政策の課題を議論するに当たり、直面する問題を検討する。まず、日銀の長期国債買いオペレーションに関する問題について考察する。

3.1.1 長期国債保有残高の増加

量的緩和政策の手段の1つとして日銀は長期国債の買いオペレーションを増大することを決定し、現在は1ヶ月当たり、1.2兆円規模で長期国債の買いオペレーションを行っている。これに当たり発生する問題点は、日銀保有国債額が100兆円にのぼり、量的緩和を容易に解除することが出来ないこと、日銀は長期国債の買入れに制限ルール⁴⁰を課しているが、長期国債買入れを増額しており市場を介しているものの、実質的に財政資金の融通であるとの批判や懸念があること、長期国債買入れのルールが不明瞭であったため、保有高を減らす手段が不明瞭であること、長期国債の保有を減らし、長期国債の需給が緩めば、国債価格の暴落を生み、長期金利の急騰を招く可能性があること、である。

財政法によって長期国債の日銀直接引き受けは原則禁止されている。それはドイツで戦後に起きたハイパーインフレや、日本において戦時体制下の国際の日銀引き受けなどから生まれる悪性インフレ誘発論の教訓を受けてのことである。しかし現在日銀長期国債保有高は量的緩和によって拡大しすぎており過去に起きたような過度なインフレ誘発の恐れも回避できない。長期国債の買いオペ増加は、純粹に日銀当座預金を円滑に供給する効果を期待するものである。第2章で述べたように、これ以上の追加的なマネーサプライ増大の効果は希薄であるため、日銀は長期国債の買いオペを縮小させる必要がある。

また、日銀が量的緩和の解除ルールによって金融緩和政策をやめた場合、政策金利の引き上げに伴い、政府の利払いが増えることが想定される。ある試算では金利上昇によ

⁴⁰ 長期国債の保有残高が銀行券の発行残高を上限とする制約を設けている。

る初年度の上げ幅は1～3兆に渡る⁴¹と示されている通り、量的緩和により金利引き上げ効果が財政にとってのリスク要因に成りうることも問題点の1つである。

3.2 デフレへの再転換リスクの検討と今後の課題

ここでのデフレへの再転換リスクとは、量的緩和解除後に再びデフレーションが発生する事態を差す。消費者物価指数は2ヶ月連続0.1%上昇とデフレ懸念は払拭される見通しが高いが、2000年のゼロ金利政策解除による失敗の教訓もあり、日銀は金融緩和政策の解除を慎重に検討しなくてはならない段階に入っている。デフレ脱却へ向けた、金融面での注意するポイントは、地方や中小の金融機関も含めて、不良債権処理の進展に伴い、金融機関の貸し出し余力が順調に向上し続けていくか、企業部門では好調な収益に比べて、設備投資は控えめなため、貯蓄超過傾向にある。このため借り入れ需要の面でも伸び悩みがみられるが、企業の投資スタンスが一段と積極化していくか、企業部門の資金調達では、証券発行などへのシフトや手元資金の有効活用が見受けられる。こうした中でも借り入れが増加していくのか、円高や世界経済の低迷等、対外的要因による景気下押し圧力が生じるかの4点がある。

日本銀行の解除条件である「CPIの先行きがマイナスにならないとの見込みがあること」や「経済・物価情勢の総合判断」によって慎重に検討する必要がある、特に「総合判断」がどのような段階で、どのような基準で、どのように行われるかが最大のポイントとなるであろう。

本著における提案としては、もし解除後に再びデフレが起きた場合、金融政策に残された手段は限定されており、デフレに伴うリスクを解消できないことが予想されるため、緩和政策解除はより慎重に長期化されるべきであり、解除される場合は急激な引き締めを起さず、徐々に行われるべきであること、量的緩和政策が解除された後、オーバーナイト物は0.25%前後で推移するようにし、ゼロ金利政策は量的緩和解除後

⁴¹ 三菱総合研究所ホームページ「デフレ脱却後の政策運営」を参考

もデフレ懸念の完全な払拭のため継続するべきである。また、マクロ的に日本経済を見ると、物価的な問題と同時に財政赤字の巨大化も重要な懸念事項である。日本銀行の金融政策のみでは「物価の安定により国民経済の発展を支える」ことは難しい。日本銀行は「独立性」を保ちながら、有効な金融政策を提案していくとともに、政府の行う財政政策の効果との総合的な調整も考えなくてはならない。財政・金融政策の歯車がかみ合い有益な相乗効果を得ること、いわゆる「ポリシーミックス」⁴²の概念が今後必要となる。金融政策と財政政策の足並みが揃い、相乗効果を持ってこそ国民経済の発展は有益になされるものであり、日本はそのあるべき姿を模索することを始めなくてはならない。

⁴² 第1生命研究所ホームページ丸尾（2003）を参考

第4章：結論

本著ではゼロ金利政策、その後の量的緩和政策と日本の景気のことを論じてきた。日銀の政策やそれにまつわる書物を読み、驚いたことは様々な立場の人が様々に異なった論議をしており、結論は十人十色のものであったことである。⁴³結論に相違がある1番の大きな原因としては、ゼロ金利政策や量的緩和の効果は即時的に現れず、1~3年を経て初めて評価に値する、長期的な判断の必要性があることが挙げられるであろう。⁴⁴1~5章までを通じて著者なりに導き出した結論は4つある。

- (1) 1999年からゼロ金利政策は効果的に行われた。その効果は金融機関の経営健全化に作用して、日本の景気上昇に寄与した。
- (2) しかし2000年に行われた一時的なゼロ金利解除政策がその後の日本の景気後退を招き、日本の景気回復を遅らせた。
- (3) 日本においてはインフレーション・ターゲティング、調整インフレ論ではなく、量的緩和政策によって追加的な金融緩和効果を期待する手段が適切であった。
- (4) 2001年からの量的緩和政策は緩和政策継続のコミットメントが物価上昇期待を創出したが、追加的な量的緩和によりマネーサプライの増加率は縮小していったことから、マネーの供給量増加そのものによる景気上昇効果は薄かったと考えられる。
- (5) 量的緩和政策の解除は慎重に行われるべきであり、解除された後もゼロ金利政策によって短期金利を低水準に抑えるべきである。

日本銀行が日物価の安定を通じで日本銀行法第2条に基づく「国民経済の健全な発展に資する」ことや日本銀行法第5条に基づく「適正かつ効率的に業務を運営する」ことを引き続き達成していくためには、物価安定の実績、政策目標の一貫性、アカウンタビリティなどの行動実績によって信頼性と独立性を確保してゆく必要がある。日銀は、そ

⁴³浜田・堀内(2004)を参考

⁴⁴深尾・吉川(2000)を参考

のためにも適切な量的緩和政策とその解除に向けての議論を進め、景気の安定を実現することが至上命題である。また今後、ポリシーミックスのような新たな政策展開の可能性も吟味し、さらに効果的な金融政策のあり方についての議論も不可欠である。

参考文献

- [1] 池尾和人 (2005) 『時間軸効果で景気を刺激』 金融ジャーナル 2005 年 7 月号
- [2] 岩田紀久男 (2000) 『ゼロ金利と日本経済』 日本経済新聞社
- [3] 植田和男 (2005) 『ゼロ金利との闘い - 日銀の金融政策を総括する』 日本経済新聞社
- [4] 岡部光明 (2000) 『中央銀行の本質と新日本銀行』
- [5] 岡部光明 (1999) 『環境変化と日本の金融』 日本評論社
- [6] 翁邦雄 (1993) 『金融政策 中央銀行の視点と選択』 東洋経済新報社
- [7] 軽部謙介 (2004) 『ドキュメントゼロ金利 ~ 日銀 Vs 政府なぜ対立するのか』 岩波書店
- [8] 小宮隆太郎+日本経済研究センター編 (2002) 『金融政策論議の争点 - 日銀批判とその反論』 日本経済新聞社
- [9] 須田美矢子 (2005) 『中央銀行の情報発信と金融政策』 金融経済研究 22 号
- [10] 財務省財務総合研究所 (2002) 『フィナンシャルレビュー』 財政金融政策と景気動向
- [11] 内閣府 (2005) 『平成 17 年経済財政白書 - 改革無くして成長なし』
- [12] 日本経済新聞 2006 年 1 月 27 日夕刊
- [13] 日本銀行金融市場局 (2006) 『金融市場レポート - 2005 年後半の動き』
- [14] 中原伸之 (2002) 『デフレ下日本経済と金融政策』 東洋経済新報社
- [15] 浜田宏一・堀内昭義 (2004) 『論争 日本の経済危機』 日本経済新聞社
- [16] 浜田宏一・原田泰 (2004) 『長期不況の理論と実践』 東洋経済新報社
- [17] 速水優 (2004) 『中央銀行の独立性と金融政策』
- [18] 深尾光洋・吉川洋編 (2000) 『シリーズ日本経済研究：ゼロ金利と日本経済』 日本経済新聞社
- [19] 福井俊彦金融経済研究 (2003 第 20 号 『金融政策運営の課題』 日本金融学会編
- [20] 吉川洋(2000) 『1990 年代の日本経済と金融政策ゼロ金利と日本経済 (シリーズ現在経済研究)』

参考ウェブ資料

- [1] 日本銀行ホームページ資料
 - (1999) 『わかりやすい金融政策 ゼロ金利政策ってどんな政策ですか?』
< <http://www.boj.or.jp/wakaru/seisaku/zero.htm> >
 - (2000) 速水総裁講演 < <http://www.boj.or.jp/press/00/ko0003c.htm#03> >
 - (2005) 『平成 17 年 10 月 18 日、参議院財政金融委員会における福井日本銀行総裁報』
< <http://www.boj.or.jp/press/05/ko0510c.htm> >
 - (2005) 『日本銀行法』 < http://www.boj.or.jp/about/about_f.htm >
 - (2005) 『須田審議委員講演資料』 < <http://www.boj.or.jp/press/03/data/ko0312d.pdf> >
 - (2005) 『おしえてにちぎん』 < http://www.boj.or.jp/oshiete/top_f.htm >
- [2] 三菱総合研究所ホームページ「デフレ脱却後の政策運営」
<http://www.mri.co.jp/COLUMN/ASPECT/GOTO/20051128GY.html>

[3] 丸山直美 (2003) 「景気回復のポリシーミックス」 第一生命経済研究所
< <http://group.dai-ichi-life.co.jp/dlri/ldi/view/fov0309.pdf> >

第 2 部

量的緩和政策とその評価

政策効果の波及経路を中心に

加藤 祐子

はじめに

日本銀行はバブル崩壊以降の長期停滞とその背景にある物価の継続的な下落(デフレーション)を克服すべく、これまでさまざまな形で金融緩和政策を実施してきた。1995年には公定歩合が歴史的な水準である0.5パーセントまで引き下げられたが、資金需要は低迷したままで景気刺激の効果は上がらなかった。1999年からは公定歩合に代わって、マーケットの短期金融市場の金利をゼロにする、いわゆるゼロ金利政策を導入したが、持続的な景気回復は実現することができず、2000年末には再び景気後退局面に陥った。この間失業率が5パーセントに達するなど、長引く不況は一層深刻なものとなった。

こういった状況のなか、政策金利の引き下げという金融政策のオーソドックスな手法を使い尽くした後の更なる金融緩和措置として2001年3月に導入されたのが、いわゆる量的緩和政策である。この新たな金融調節の枠組みでは、政策誘導目標が「短期市場金利」から「日本銀行当座預金残高」という資金量の指標に変更され、消費者物価指数前年比上昇率が安定的にゼロパーセント以上になるまで継続するというコミットメントがなされている。日本銀行は「物価が継続的に下落することを防止し、持続的な経済成長の基盤を整備するという観点から断固たる決意をもって」この「通常では行われなような、思いきった」金融政策に踏み切るとしており⁴⁵、効果の必ずしも確実ではない政策にあえて踏み込む姿勢を見せている。

本稿は量的緩和政策について、その枠組みや政策効果の波及経路を整理するとともに、デフレ対策としての効果を評価することを目的としている。本稿の流れは以下の通りである。まず第1章において、量的緩和政策の枠組みを説明するとともに、採用後約5年間の推移とその背景を整理する。第2章では、この政策にデフレ対策として期待された

⁴⁵カッコ内は日本銀行が2001年3月19日に公表した「金融市場調節の変更と一段の金融緩和措置について」より引用。

効果を4つに分けて説明した後、政策効果の波及経路を整理する。第3章では統計資料や先行研究に基づき、期待された各効果に対する評価を行う。以上を踏まえ、第4章において本稿の結論を述べ、金融政策の今後の課題について言及する。

第1章 量的緩和政策とは何か

日本銀行は、2001年3月より過去に類をみない新しい金融市場調節方式としていわゆる量的緩和政策を導入した。その目的は長引くデフレを克服し、持続的な景気回復のための基盤を整備することである。本章では量的緩和政策の枠組みを説明し、過去約5年間における推移とその背景について整理する。

1.1 量的緩和政策の枠組み

量的緩和政策は、表1において示される4項目から構成されている⁴⁶。

表1 量的緩和政策の枠組み

(1) 金融市場調節の操作目標の変更

金融市場調節の主たる操作目標を無担保コールレート（オーバーナイト物）の金利から日本銀行当座預金残高に変更する。

(2) 実施期間の目処として消費者物価を採用

消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロパーセント以上になるまで新しい金融市場調節方式を継続する。

(3) 長期国債の買い入れ増額

日本銀行当座預金を円滑に供給する上で必要な場合には、長期国債の買い入れを増額する。

(4) 補完貸付制度の導入（2001年2月）

適格担保等一定の条件を満たせば、金融機関は自らの判断により日本銀行から公定歩合水準で借り入れを行えるロンバート型貸出制度を導入する。

⁴⁶ 2001年3月19日日本銀行公表「金融市場調節の変更と一段の金融緩和措置について」、木村・小林・永村・鶴飼(2002)、白川方明(2002)を基に著者作成。

第一の枠組みは、金融政策の政策誘導目標を「短期市場金利」から「日本銀行当座預金残高」という資金量の指標に切り替えたことである。日本銀行当座預金（以下、日銀当座預金）とは、金融機関などが日本銀行に預けている要求払い預金であり、金融機関同士の取引の決済手段として、また支払準備や準備預金の積み立て⁴⁷としての役割を持っている。日銀当座預金はマネタリーベースの一部⁴⁸であり、金融市場の資金量を現す一つの指標である。これまでの金融政策においては、短期金融市場⁴⁹の金利（無担保コール取引のオーバーナイト金利⁵⁰）に設定した目標値を実現するように買いオペレーション⁵¹を行い、日銀当座預金残高が調節されていた。これに対し、新しい金融調節方式では日銀当座預金残高に設定した目標額を実現するように買いオペを行い、市場に資金を供給することになった。すなわち、短期金融市場においてゼロ金利を維持するために必要な量（約6兆円）よりも多くの資金が日銀当座預金に上積みされるということである。このように、新しい金融調節方式は量的な金融指標を用いているため、量的緩和政策と呼ばれている。また、量の指標に変更することは、無担保コール取引のオーバーナイト金利が後に述べる補完貸付制度の上限のもとで市場に委ねられることを意味している。これに関し日銀は、日銀当座預金残高を増額していくことで一段の低下をし、ゼロパーセント付近での推移が予想されると発表した。

量的緩和政策の枠組みの第2は、第1の枠組みを消費者物価指数の前年比上昇率が安定的にゼロパーセント以上になるまで継続するとの約束（コミットメント）である。こ

⁴⁷ 金融機関は、受け入れている預金等の債務に法定準備率を掛けた金額以上の資金を日銀に預け入れることを義務付けられている。

⁴⁸ マネタリーベース（＝ハイパワードマネー）とは、現金通貨＋日銀当座預金のことである。

⁴⁹ 日本の短期金融市場には、銀行を中心とした金融機関だけが取引に参加できるインターバンク・マネーマーケットとオープンマネーマーケットに分けられるが、金融政策の出発点となるのはインターバンク・マネーマーケット（＝コール市場）の方である。この点に関する詳しい説明は岩田(1993)、岡部(1999b)など。

⁵⁰ 無担保取引のオーバーナイト金利とは銀行間の貸し借りにおいて、借りるときに担保を必要とせず、翌日に返金される場合の金利である。

⁵¹ 買いオペレーション（買いオペ）とは金融政策手法の1つで、日銀が短期金融市場において金融機関から債権や手形を購入して市場に資金を供給すること。逆（資金の吸収）は売りオペレーション（売りオペ）。

これは量的な金融指標と同じく金融政策の新機軸であり、消費者物価指数という客観的な指標を用いることによって物価下落防止に向けた日本銀行の強い意志を明らかに提示するものである。なお 2003 年 10 月にはこのコミットメントをさらに明確化させ、消費者物価指数の前年比上昇率が 数ヶ月平均でゼロパーセント以上であると判断できること、先行き再びマイナスとなることが見込まれないこと、これらが満たされても、経済・物価情勢によって最終的な判断を行うこと、の 3 条件を提示している。

第 3 の枠組みは、銀行券の発行残高を上限とする制約つきでの長期国債の買い入れの増額をすることである。これは、買いオペによる日銀当座預金への資金供給を円滑に行うという目的を達成するための措置として位置づけられる。銀行券の発行残高の上限を設けたことは、日本銀行が財政ファイナンスを目的として長期国債の引き受け⁵²をするつもりは全くないという趣旨を明らかにするためである。

第 4 の枠組みは、ロンバート型貸出制度と呼ばれる補完貸付制度である。これは、的確担保の一定条件を満たせば、日本銀行取引先の金融機関が自らの判断によって日銀から公定歩合⁵³水準で借入れを行える制度である。この制度の導入により、かつては最も低い金利だった公定歩合は短期金融市場における金利の上限という意味を持つようになった。補完貸付制度は、金利の変動を抑えることを可能にするための措置であるといえる。

量的緩和政策は 4 つの項目のほか、2001 年 3 月の金融市場調節方式変更の公表のさい、「なお」という書き出しに続き「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、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う」ということを書き添えている。これは、日銀当座預金に対する需要が目標額を超えて増加する場合にも短期金利の上昇を抑えることを可能にするためのものである。

⁵² 日本銀行による国債の引き受け（国債の発行に際し、それを一般に売りさばく目的で総額または一部を買い取る契約を結ぶこと）は財政インフレの恐れがあるため財政法第 5 条によって原則として禁止されている。国債は市中消化が原則とされている。

⁵³ 公定歩合とは、中央銀行が民間の金融機関に対する貸出に際して適用する金利である。詳しくは中谷(2003)を参照。2001 年 9 月以来現在まで 0.1 パーセントに設定されている。

以上の枠組みと補足を踏まえて考えると、量的緩和政策は、金融政策の主な操作目標である短期金融市場の金利がゼロパーセントに限りなく近づいた状態(流動性のわなに陥り、金融政策が機能しなくなるとされる状態⁵⁴)において、日銀当座預金へ資金(マネタリーベース)を大量に供給することによって一層の金融緩和を目指す政策であるといえる。また、こうした方針を強化するために消費者物価指数指標を用いた政策継続のコミットメントを伴った政策であるといえる。

1.2 量的緩和政策の推移と背景

近年における日銀当座預金残高の推移をグラフ化したものが図1である。これを見ると、日銀当座預金は量的緩和政策導入(2001年3月)以降大きく増加していることがわかる。日本銀行は金融政策決定会合で、日銀当座預金残高の目標額を決定するが、この目標額は当初の5兆円から段階的に引き上げられ、現在では準備預金所要額(6兆円、2005年6月時点)の5~6倍に相当する30~35兆円に設定されている。日銀当座預金は安全で流動性が高い⁵⁵が利息を生まない資産であるため、本来ならば金融機関はその口座に余分な資金(超過準備⁵⁶)を積み上げようとはしない。そうであるにも関わらず、日銀当座預金残高の目標額引き上げが実現されてきたのは、金融システムに対する不安を背景に資金需要が増加したためである⁵⁷。金融システムに対する不安が高まると、金融機関の間では流動性を円滑に確保できない(預金が流出する、短期金融市場から資金調達ができない)という事態に備えて資金を予め余分に保有しておこうとする需要(予備的需要)が増加する。このため、日銀当座預金残高は供給に見合う形で増加したのである。量的緩和政策の枠組みの下に流動性資金の潤沢な供給が行われていなければ

⁵⁴ ケインズの理論による。中谷(2003)や武隈(2004)を参照。

⁵⁵ 流動性とは、ある金融資産を現金化する際の容易さ(コスト、迅速さ)の度合いのことである。

⁵⁶ 日銀当座預金における準備預金所要額を上回る資金を超過準備と呼ぶ。

⁵⁷ 須田(2003)では、当座預金残高の目標値を達成可能にした要因を金融システム不安に伴う資金需要の増加以外についても説明を行っている。白川方明(2002)にもこの点が詳しく述べてある。

1997年の秋に顕在化したようなシステミックリスク⁵⁸が再び顕在化していた可能性がある。通貨の価値（物価）の安定とともに金融システムの安定を確保することは日本銀行の重大な仕事である⁵⁹。以上をまとめると、量的緩和政策には市場に流動性資金を大量に供給することを通じて金融機関の予備的需要に応え、金融システム不安対策としての役割を果たしてきた側面があると言える。

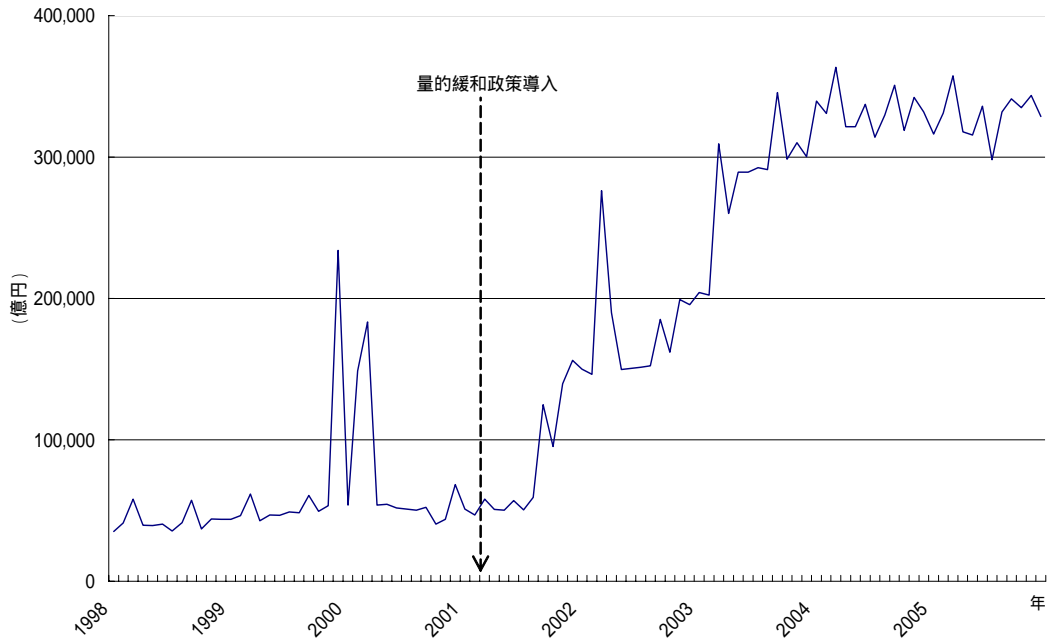
こういった状況のなかで、2004年11月ごろからは日本銀行の資金供給オペに対して「札割れ」と呼ばれる現象が頻出するようになった。札割れとは金融機関において資金余剰感が強まり、資金供給オペの実施金額に対して応札金額が満たない現象である。札割れが頻発している理由としては、2004年4月にはペイオフ解禁も予定通り混乱なく実施されたことから、金融システム不安が後退しており、それによって手元の流動性への需要が後退しているためと考えることができる。なお、日本銀行はこうした状況に対し、2005年5月に資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、当座預金引き上げ目標額を下回ることがありうるものとすることを発表した。

また、量的緩和政策の政策継続コミットメントの指標である消費者物価指数前年比上昇率は、2005年9月までほぼマイナスでの推移を続けている。（ただし、同年10月には0パーセントになり、11、12月は0.1パーセントと回復傾向をみせはじめている。）消費者物価指数前年比上昇率の推移は図2に示した。

⁵⁸ システミックリスクとは、金融機関における支払い不能が連鎖する危険のことである。1997年には三洋証券や北海道拓殖銀行、山一証券など大手金融機関の経営破綻が相次ぎ、金融システム危機が顕在化した。

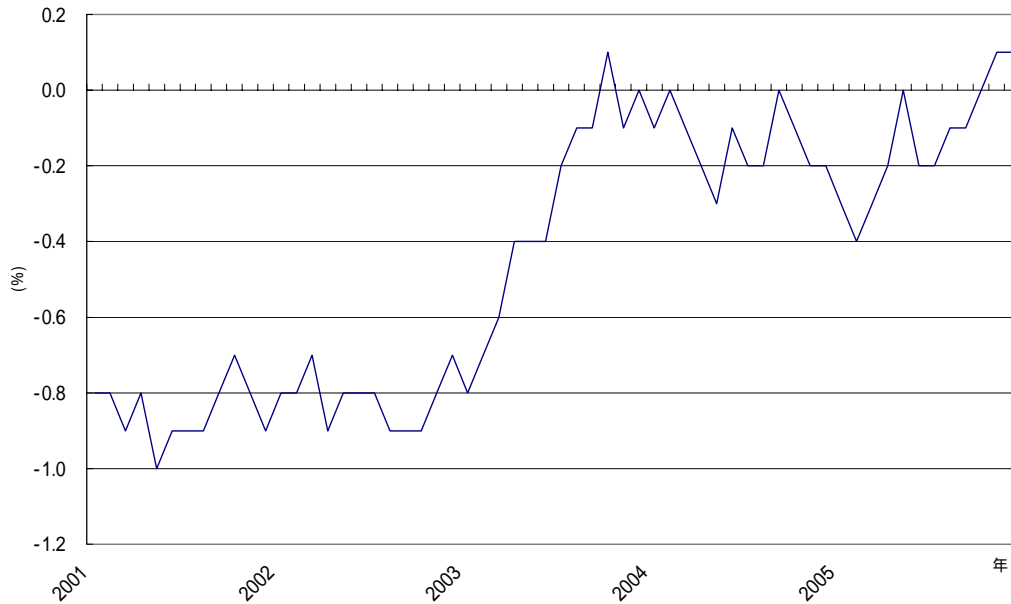
⁵⁹ 速水(2004)p2-25 や岡部(1999b)14、15章を参照。

図1．日銀当座預金残高の推移（月末残高ベース）



日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引（ストック表）」より著者作成

図2．消費者物価指数前年比上昇率の推移



総務省統計局「消費者物価指数月報」より著者作成

第2章 デフレ対策として期待された効果

日本銀行は「物価が継続的に下落することを防止し、持続的な経済成長の基盤を整備するという観点から断固たる決意をもって」内外に例を見ないような量的緩和政策という新しい金融市場調節方式の導入に踏み切った。この枠組みによる潤沢な流動性資金の供給は上で述べたように金融システム不安対策としての側面を持ち、その役割を担ったことは確かであるが、本来の目的はデフレーションを克服することである。第2章では、次章で評価を行う前提として、量的緩和政策がデフレ対策としてどのような効果を期待されたのかを整理する。具体的には想定された4つの効果についての概念を説明した後、各効果が实体经济に影響を及ぼす道筋（波及経路）を整理する。

2.1 4つの効果

量的緩和政策がデフレ対策として期待された効果は、まず大きく2つに分けて考える必要がある。1つ目は日銀当座預金に流動性資金を大量に供給することによる効果であり、もう1つは量的緩和の金融調節方式を継続することをコミットメントすることによる効果である。この効果は言い換えれば、「現在の潤沢な資金供給がどの程度行われているかではなく、現在の潤沢な資金供給が、どの程度長期にわたって継続されるかに依存している」といえる⁶⁰。このうち前者には、短期金利の一層の低下、ポートフォリオ・リバランス効果、期待効果という3つの効果が想定され⁶¹、後者には時間軸効果が想定された⁶²。以下で4つの各効果に関して大まかな説明を行う。

短期金利の一層の低下

ゼロ金利政策によって限りなくゼロに近づいてはいるが若干の下げ余地がある短期金融市場の金利である無担保コール取引のオーバーナイト金利を、流動性資金の供

⁶⁰ カッコ内は翁邦・白塚(2003)より引用。

⁶¹ 日本銀行ホームページ(<http://www.boj.or.jp/oshiete/seisaku/02101010.htm>)。

⁶² 日本銀行ホームページ(<http://www.boj.or.jp/oshiete/seisaku/02101005.htm>)。

給により一層低下させることである⁶³。

ポートフォリオ・リバランス効果

まずポートフォリオ (portfolio) とは金融機関などが所有する金融資産の集合のことである⁶⁴。金融機関は普通、単一ではなく何種類かの金融資産を同時に保有するが、そのさい (安全性、流動性、価格変動などに対する) リスクと収益性の2つを考慮してより有利と考えられる組み合わせを決めている。日本銀行が金融機関に資金供給 (買いオペ) を行うことは、リスクは低いが生まない金融資産 (日銀当座預金) が増えることを意味し、金融機関のポートフォリオのリスク低下につながる。その結果、金融機関がより有利な運用先として貸出や債券、株式投資など相対的にリスクの高い資産の保有を増やすといった積極的な行動を起こし、経済活動の活性化につながるのではないかと、というのがポートフォリオ・リバランス効果の考え方である。すなわち、ポートフォリオ・リバランス効果とは、金融機関がリスクを伴う資産の割合を還元することによる効果である。

期待効果

期待効果は、「日本銀行が資金供給を増加させれば、いずれは物価上昇や景気回復につながる」という予想が人々の間に生じることによってデフレ心理を転換させ、家計の消費や企業の設備投資が改善するのではないかと、いうものである。すなわち、資金量の増加が人々の期待に働きかけ、総需要を刺激することが想定されている効果であると言える。

時間軸効果

時間軸効果とは、政策の継続 (流動性の供給とそれによる短期金利のゼロパーセントが継続すること) のコミットメントを明確に打ち出すことが、比較的期間の長い中長期の金利の低下につながると想定される効果である。コミットメントが中長期金利

⁶³ 日本銀行による資金供給と短期金利低下の関係の詳しい説明は、須田(2002)、白川方明(2002)を参照。

⁶⁴ ポートフォリオに関する詳しい説明は岡部(1999a)第4章を参照。

に影響を及ぼす過程を理解するには、まず長期金利と短期金利（あるいは将来の短期金利）の関係を理解する必要がある。長期金利と短期金利の間には、金利の期間構造に関する「期待理論」という考え方がある。この理論によれば、「長期金利（長期債権の利回り）は、その期間内の各時点において予想される短期金利の平均値として決定される」とされている⁶⁵。量的緩和政策は消費者物価指数の前年比上昇率が安定的にゼロパーセントとなるまで継続することが約束されているため、市場では「デフレが続くと想定される期間中は短期金利がほぼゼロパーセントで推移する」と予想するようになる。期待理論を踏まえて考えると、予想される将来の短期金利が低下することにより、中長期の金利も低下することになる。このように時間軸効果では、コミットメントによって短期金利の将来の予想値に働きかけ、中長期の長めの金利を低下させることが想定されているのである。福井(2003)によれば、時間軸効果の本質は、コミットメントによって将来の緩和効果を「前借り」しようというものである。

また、より厳密には長期金利は期待理論による「その期間内の各時点において予想される短期金利の平均値」に「リスク・プレミアム」を加えたものであると考えられている⁶⁶。リスク・プレミアムとはリスクを伴うことに対する追加的な報酬のことをいい、その具体的な内容は金利変動、流動性、信用（デフォルト）の3つのリスクである⁶⁷。量的緩和政策の政策継続コミットメントは、このうち金利変動リスク・プレミアムを低下させる効果を持つ。よって、時間軸効果による中長期金利の低下には、リスク・プレミアムを低下させることを通しても実現されると想定されている。以上をまとめると、政策継続コミットメントは、将来の金融政策に関する市場の予想に働きかけ、中長期金利を決定する要素である「予想される短期金利の平均値」とリスク・プレミアムのうちの「金利変動リスク・プレミアム」の2つを低下させることにより、

⁶⁵ カッコ内は岡部(1999a)p205より引用。

⁶⁶ 金利の期間構造に関しては、期待理論のほかに「流動性プレミアム理論」や「特定期間選好理論」があり、この3つを統合した考え方が、リスク・プレミアムを考慮した期待理論である。岡部(1999a)p209を参照。

⁶⁷ 須田(2002)p10-12を参照。

中長期金利を低下させると想定される。

2.2 波及経路の整理

量的緩和政策のデフレ対策として期待された4つの効果に関して、想定された政策効果の波及経路（実体経済に影響を及ぼす筋道）を、著者がフローチャート形式に整理したものが図3である。図中～の番号は、2.1において説明した各効果の番号と一致している。通常の金融政策の波及効果の図であれば、出発点が短期金利（あるいは短期金融市場）であることが多いが⁶⁸、量的緩和政策は短期金利の低下を通じてではなく日銀当座預金残高の資金量を増やすことによる緩和効果を想定しているためやのような矢印が存在すると考えられる。また、政策継続のコミットメントによる効果である時間軸効果は、「日銀当座預金の大幅増加」とは別な点から出発すると考えられる。よって「政策継続の強いコミットメント」が、時間軸効果の出発点である。

まず、の短期金利の一層の低下は、「日銀当座預金の大幅増加」の結果生じる。金利の低下（すなわち割引率の低下）は資産価格を上昇させると考えられる⁶⁹。それが資産効果⁷⁰を通じて「家計の消費活発化」をもたらす、また株価上昇による投資刺激効果⁷¹や地価上昇による担保価値増大を通じて「企業の設備投資活発化」をもたらす。ただし短期金利には下限（0パーセント）があるので、その下限に達したさいには有効性を失う。その限界を超えて金融緩和を行うというのが量的緩和政策の新機軸の1つ目であり、それには「日銀当座預金の大幅増加」を出発点とするポートフォリオ・リバランス効果と期待効果が想定されている。ポートフォリオ・リバランス効果では、「日銀当

⁶⁸ 通常の金融政策の波及経路に関しては岡部(1999b)p471 や白川方明(2002)p162などを参照。

⁶⁹ 資産価格の決定と金利の関係に関する説明は岡部(1999b)p132-133 や岩田(1993)p133-138を参照。

⁷⁰ 資産効果とは、保有している資産（株式や土地等）の価値が増大することに基づいて支出が拡大する効果のことである。詳しくは岡部(1999b)p148 や岩田(1993)p192-193を参照。

⁷¹ 投資刺激効果とは、株価（企業の市場価値）が上昇する結果トービンのq（企業の市場価値/資本の再取得価格）の値が上昇し、設備投資を促進する効果である。詳しくは岡部(1999b) p149, p474を参照。

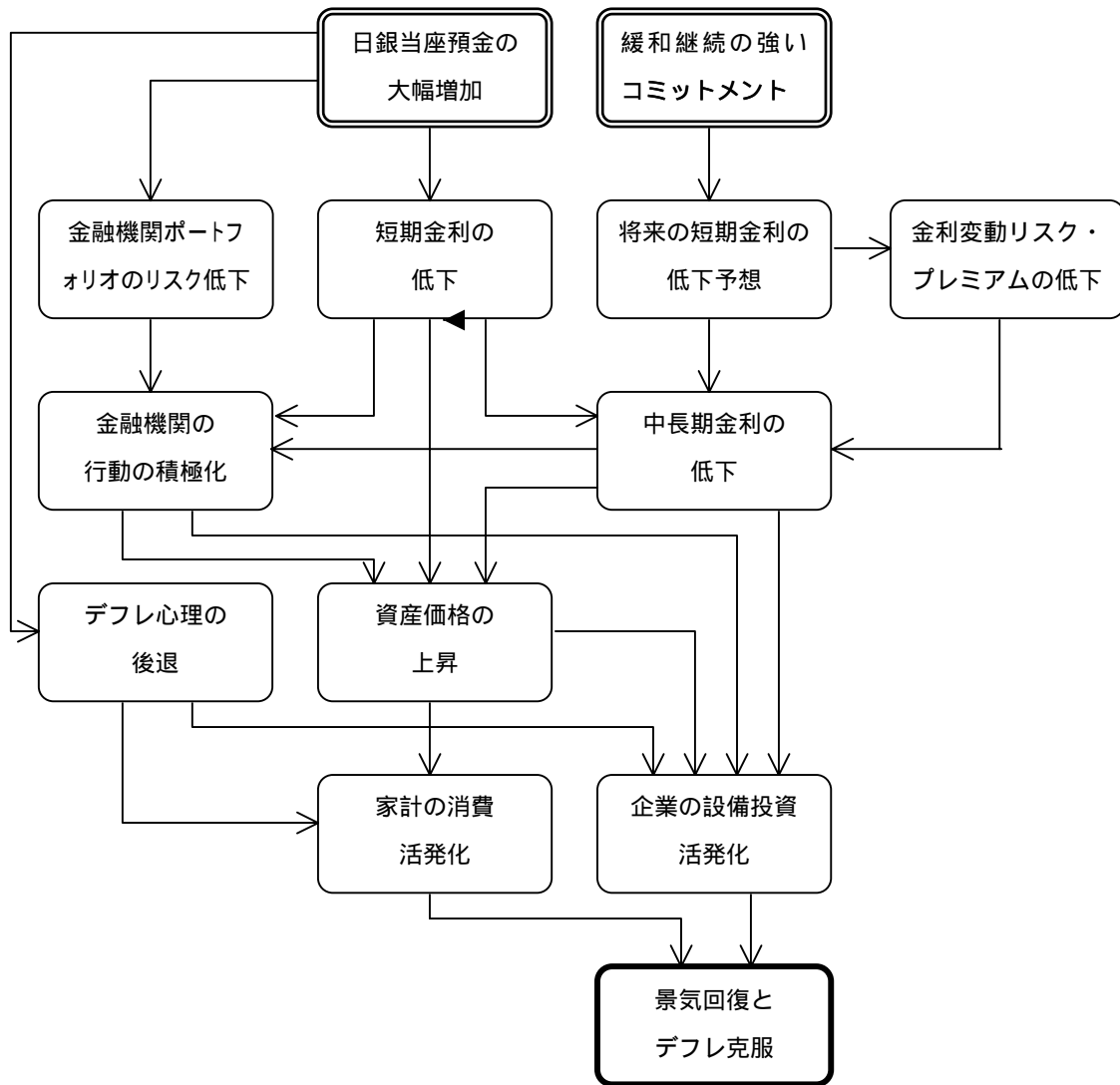
座預金の大幅増加」が「金融機関ポートフォリオのリスク低下」につながり、その結果「金融機関の行動の積極化」をもたらすと想定されている。「金融機関の行動の積極化」には貸出の増加あるいは債券、株式等の購入がある。貸出を通じる経路は「企業の設備投資の活発化」をもたらす、債券、株式等の購入を通じる経路は「資産価格の上昇」をもたらすことにより家計と企業の行動を活発化させる。の期待効果は、日本銀行が行う資金供給それ自体が将来の景気に対する人々の期待に働きかけ、「デフレ心理の後退」を通じて家計や企業の行動に影響を与えると想定される。

量的緩和政策の新機軸の2つ目である「政策継続の強いコミットメント」を出発点とする時間軸効果については、まずその結果「将来の短期金利の低下予想」(より具体的には、将来にわたるゼロ金利の継続予想)が生じる。この将来の短期金利低下の期待形成は、それ自体と「金利変動リスク・プレミアムの低下」を通じて「中長期金利の低下」をもたらす。中長期金利の低下は「金融機関の行動の積極化」や「資産価格の上昇」を通じて、また直接に「企業の設備投資の活発化」をもたらす。「資産価格の上昇」は資産効果によって「家計の消費活発化」へつながると想定される。

なお、金融政策の効果波及メカニズムには「短期金利の低下」から為替相場を通じる効果も想定されているが、図3において簡略化のため省略した。また、「日銀当座預金への潤沢な資金供給」が為替レートを通じる波及効果を持っているのではないかという議論も存在する⁷²が、本稿では取り扱わないこととする。

⁷² 詳しい説明は須田(2003)を参照。

図3 . 量的緩和政策の効果波及経路



短期金利の一層の低下
 ポートフォリオ・リバランス効果
 期待効果
 時間軸効果

著者作成

第3章 期待された効果に対する評価

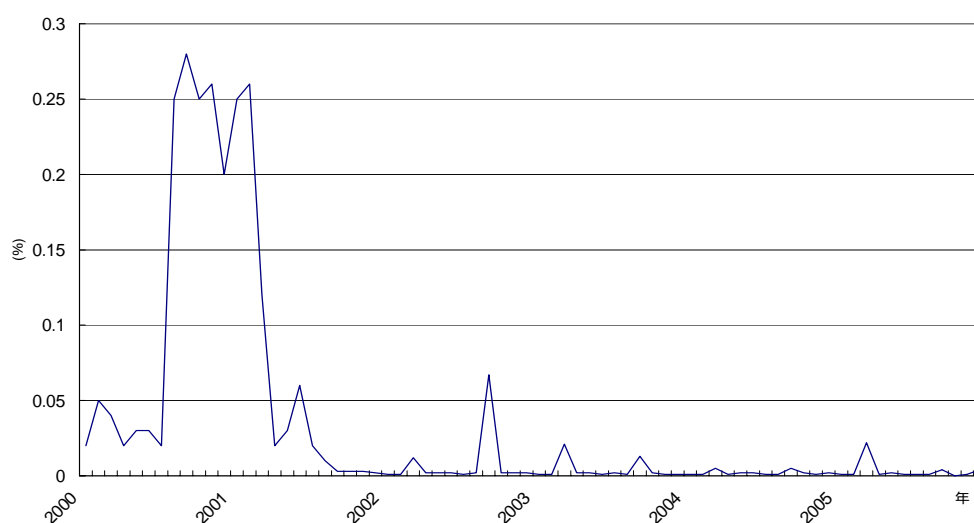
第3章においては、統計資料や量的緩和政策の検証を行っている先行研究を基に、期待された各効果に対する評価を行う。

3.1 各効果の評価

短期金利の一層の低下

近年の短期金利の推移をグラフ化したものが図2である。量的緩和政策の枠組みが導入されることによって、無担保コール取引のオーバーナイト金利はゼロ金利政策時の0.02パーセントを下回る0.01パーセントにまで低下した。また、2001年9月には、コール市場における取引レートの刻み幅が0.01パーセント単位から0.001パーセント単位へと変更された。これによって無担保コール取引のオーバーナイト金利は0.001パーセントにまで低下した。以上のことより、量的緩和政策によって短期金利は一層低下したと言える。なお、量的緩和政策が採用される前に短期金利が上昇しているのは2000年8月にゼロ金利政策を一時解除し、コールレートを0.25パーセントへ引き上げたためである。

図4. 短期金利の推移

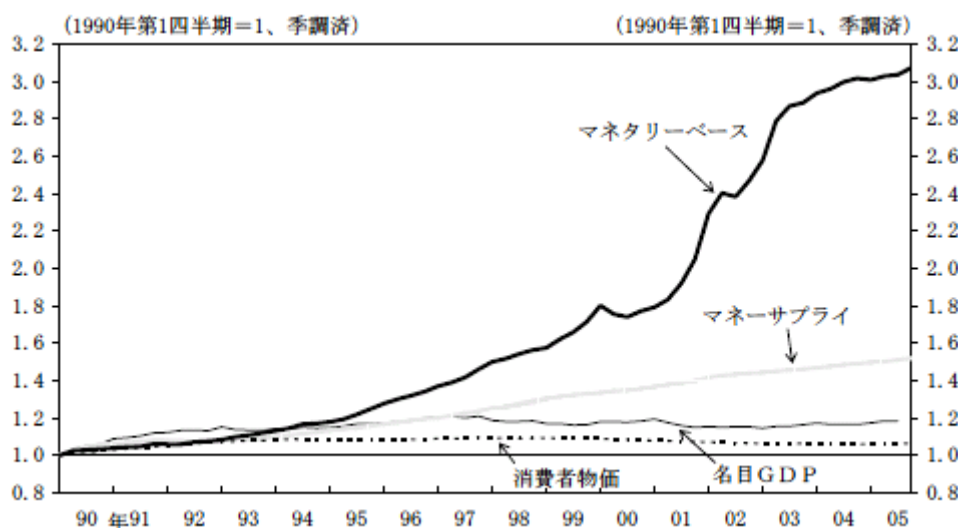


日本銀行「短期金融市場」より著者作成

ポートフォリオ・リバランス効果

日銀当座預金への資金の大量供給（ベースマネーの増加）と経済活動の関係は図5によって確認できる。マネタリーベースは90年代後半から高い伸び率を維持し、量的緩和政策導入後はさらに高い伸び率で推移している。しかしマネタリーベースのはっきりとした伸び率に比べてマネーサプライ⁷³はそれほどの増加をみせていない。さらに経済活動の指標である名目GDPや消費者物価はほぼ横ばいでの推移であることが確認できる。日銀当座預金への潤沢な資金供給は経済の活性化に必ずしも影響をもっていないことがわかる。

図．5 量的金融指標と経済活動の関係



1. マネタリーベースは準備率調整後の値、2. 消費者物価は総合除く生鮮ベース(消費税引き上げの影響は除いている)、3. 2005/4Qの消費者物価は10～11月の平均値

(出典) 日本銀行「金融経済月報(2006年1月)」

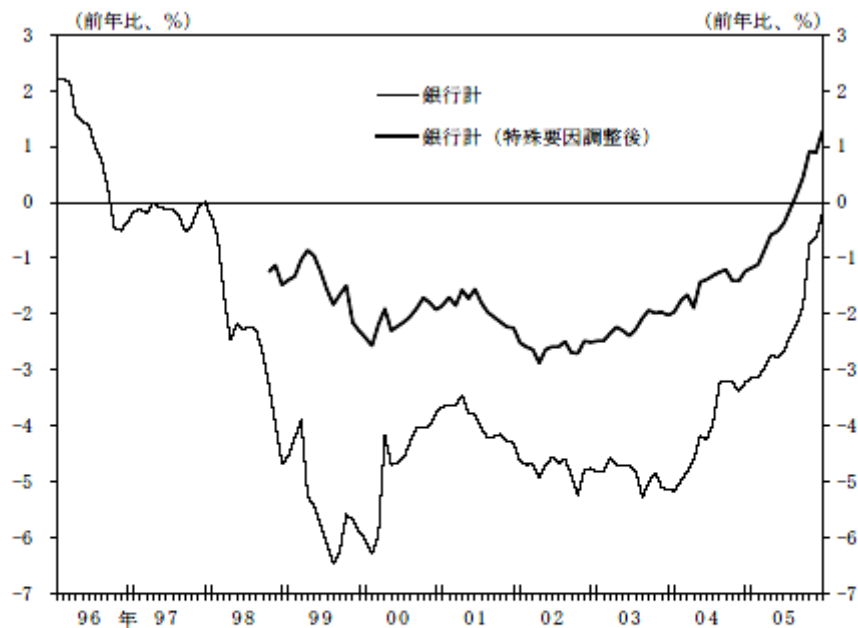
Kimura, T., H. Kobayashi, J. Muranaga, and H. Ugai, (2003) では、マネタリーベースの増加が短期金利のゼロ制約に直面した経済に対してどのような効果をもたらしたかに関して定量的な検証を行っている。これによれば、マネタリーベースの増加による経済の活性化の効果は不確実であり、効果があったとしても小さいことが示

⁷³ マネーサプライ(通貨供給量)とは、民間部門(金融機関を除く)に流通している通貨の総称であり、 M_2 (現金通貨・要求払い預金・定期性預金) + CD(譲渡性定期預金)である。中谷(2003)p119-122。

されている。効果の上がない理由としては、1)不良債権処理や経済見通しなど先行きに対する不確実性の存在が、金融資産や実物資産のリスク・プレミアムを押し上げている可能性や、2)そうした不確実性の増大が貨幣の予備的需要を高め、ポートフォリオのリバランスを促す資金の量を圧縮している可能性、3)過剰な資金が存在しても金融機関が不良債権を、企業が過剰債務を抱えているために両者がリスクテイクを追加的に行う余力が乏しくなっている可能性を指摘している。金利がゼロパーセント（ノーリターン）であっても、ノーリスク、もしくはリスクの少ない安全な資産が選好されやすくなっているといえる。白川方明(2002)や須田(2002)、福井(2003)も同様の見解を示しており、ゼロ金利制約と深刻な不良債権問題に直面している状況のもとでは、預金取り扱い金融機関の行動が積極化することは期待しにくいとしている。以上のことから、ポートフォリオ・リバランス効果に関しては、将来への不確実性の存在や不良債権問題などが金融機関の行動を積極化する上での妨げとなっている（金融仲介機能が低下している）ため、想定された効果はあまり発揮されなかったと言える。

なお、民間銀行の貸出の推移は図6に示されている通りである。量的緩和政策採用後もマイナスでの推移が続いているが、銀行の不良債権処理が進み金融機関が正常化するなかで最近では増加幅が拡大傾向にある。不良債権問題の解消に伴い、金融仲介機能も改善されつつあるといえる。

図6．民間銀行貸出



- (注) 1. 総貸出平残ベース。
 2. 銀行計は、都銀等、地方銀行、地方銀行Ⅱの合計。
 3. 特殊要因調整後計数は、貸出の実勢をみるため、①貸出債権の流動化による変動分、②為替相場変動による外貨建貸出の円換算額の変動分、③貸出債権の償却による変動分、④旧国鉄清算事業団向け貸出の一般会計への承継分、および⑤旧住宅金融債権管理機構向け貸出の整理回収機構向け貸出への振り替わり分を調整したもの。あくまでも種々の前提に基づく試算であり、試算結果については幅を持ってみる必要がある。

(出典) 日本銀行「金融経済月報(2006年1月)」

期待効果

期待効果に関しては、量的緩和政策の大幅な資金供給によって家計の消費や企業の設備投資が増加し総需要が拡大したという証拠は得られていない。図5において見たように、量的緩和政策採用後にマネタリーベースが増加したことによる名目GDPや物価などの経済指標への影響は少ないか、あるいはほとんどないことがわかる。バブル崩壊後、家計や企業はデフレと経済の先行き見通しに対する不安から支出を控える傾向にあり、流動性資金の供給によってもその傾向は解消されていないことがわかる。また、日本銀行が行っている「生活意識に関するアンケート調査」⁷⁴では、日本銀行が行っている金融政策について「ほとんど知らない」との回答が6割

⁷⁴ 日本銀行ホームページ「『生活意識に関するアンケート調査』の結果」
 (http://www.boj.or.jp/stat/stat_f.htm)

強という結果が出ている。また、日本銀行の外部に対する説明に関しても半数が「わかりにくい」と答えている。日本銀行の行う政策の認知度が低くとどまっているのでは、期待効果に想定されたような効果は発揮されていないと考えるのが妥当である。以上のことから、量的緩和政策に想定された期待効果はほとんど効果を発揮しなかったと言える。

時間軸効果

翁邦・白塚(2003)では、1998年から2003年2月までの月次データを用いてイールドカーブの動きを分析し、ゼロ金利下での政策コミットメントの有効性と限界を検証している。これによれば、「時間軸効果は短期金利の将来経路に関する金融市場の期待を安定化させる上で、きわめて有効」であり「長期金利を低位・安定化させることに寄与」してきた。しかし時間軸効果のみでは、低成長とデフレの持続期待を反転させることはできなかつたと結論づけている。

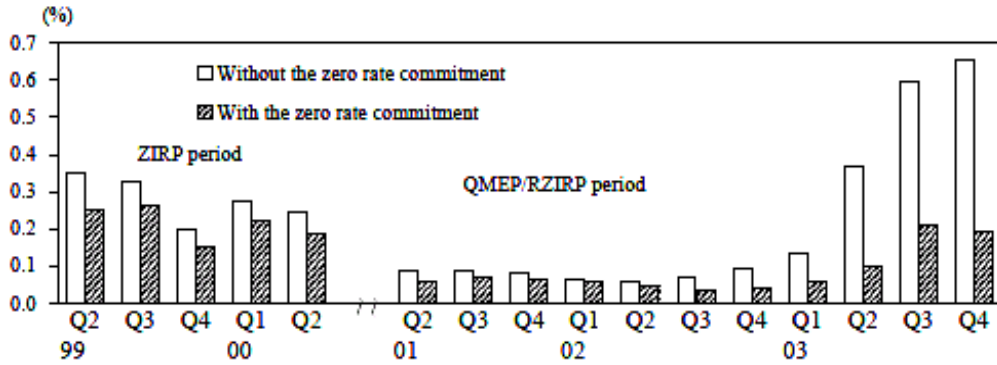
Oda and Ueda (2005)では、量的緩和政策の長期金利引き下げ効果をコミットメントがなかった場合と比べて時間軸効果が長期金利に及ぼした影響を実際に計測している。図7は、中長期金利を決定する要素のうち「将来の予想短期金利の平均値」部分に関して、時間軸効果があった場合となかった場合でどのように異なっていたかの推計結果を図にしたものである。図7によると将来の短期金利予想の低下を通じることによる時間軸政策は2002年後半以降から金利体系に影響を与えていることがわかる。ゼロ金利継続のコミットメントによる長期金利低下効果は2003年の4期では3年物金利で約0.5パーセント、5年物の金利で約0.4パーセント、10年物金利で約0.3パーセントと計測されている。これにより、コミットメントは中長期金利を抑制する機能を果たしてきたと結論づけている。また、同論文では長期金利を決定する要素のうち「リスク・プレミアム」部分を通じる時間軸政策の効果についても分析されているが、この部分に関してはほとんど影響がなかったという結果が得られている。

また、福井(2003)は、時間軸効果によって低金利効果を前借りし長期金利を低位に安

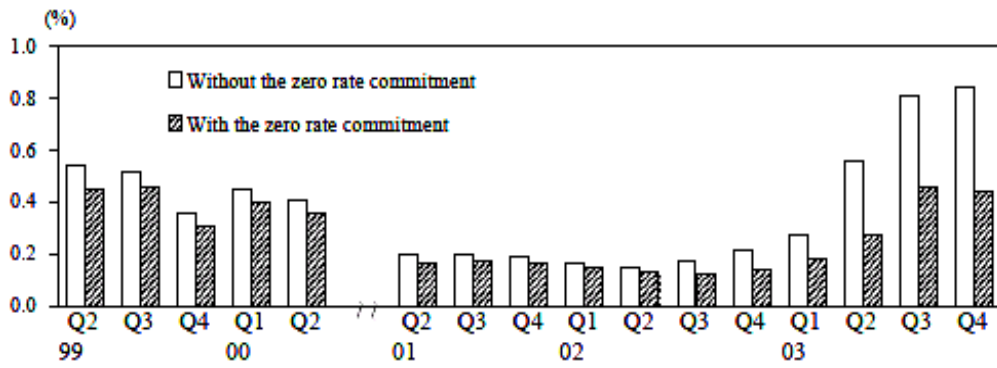
定させてきたことによって、「デフレが続く中でも実質金利はデフレスパイラルを回避しうる程度の低水準に維持できた」と述べている。しかし、日本の潜在成長率の低下や限界生産性の低下、企業の慎重な投資態度などを考え合わせると、時間軸効果による中長期金利の低下は「実体経済を積極的に押し上げるほどの力を持ち得なかった」と解釈できるとしている。また、植田(2005)においても時間軸政策は「短期から中長期ゾーンの金利を低位に安定させ、経済や金融システムを下支えした」と結論づけている。以上を踏まえると、時間軸効果はそれによってデフレを克服するほどの効果は持ち得なかったが、中長期金利を低位に安定化させることを通じて、景気を下支えする効果を持ちえたと評価することができる。

図7．時間軸政策の金利への影響

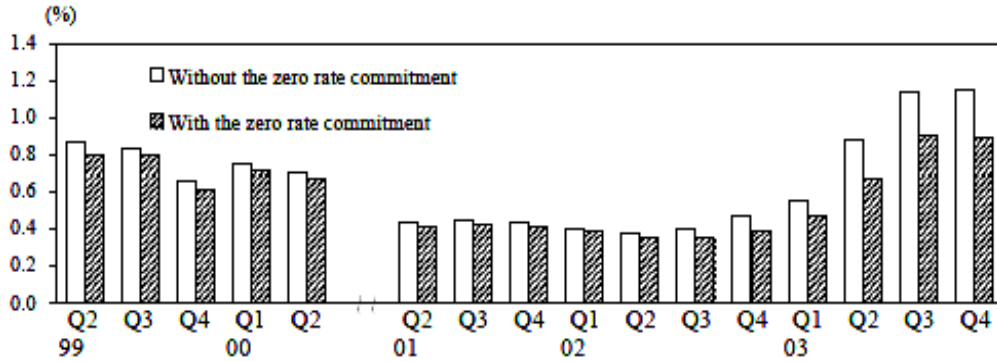
(i) Three-year interest rate



(ii) Five-year interest rate



(iii) Ten-year interest rate



(出典) Oda and Ueda (2005)

3.2 期待された効果に対する評価のまとめ

量的緩和政策にデフレ対策として期待された効果に対する評価をまとめると以下のようになる。

- (1). 量的緩和政策の枠組みにおける日銀当座預金への流動性資金の大幅供給は、短期金利の一層の低下をもたらしたが、ポートフォリオ・リバランス効果や期待効果といった効果は持ちえず（あるいは持っていたとしてもその効果はわずかであり）、デフレ対策としてさほどの効果を発揮しなかった。
- (2). 量的緩和政策の枠組みにおける日銀当座預金残高への潤沢な資金供給量とは別に、政策の継続コミットメントが短期金利の将来予想（当面のゼロ金利予想）を通じて長期金利を低下させ（時間軸効果）、景気を下支えする効果はあった。

第4章 結論

本章では、本稿で述べたこれまでの内容をまとめるとともに結論を述べるとともに、金融政策をめぐる今後の課題について言及する。

4.1 結論

本稿で述べた内容の要点は、以下のように整理することができる。

- I. 量的緩和政策は政策誘導目標をそれまでの金利から日銀当座預金残高という資金量に変更した政策である。また、日本銀行は消費者物価指数の前年比上昇率が安定的にゼロ以上になるまでこの政策をすることをコミットメントしている。
- II. 量的緩和政策は市場に流動性資金を大量に供給することを通じて金融システム不安対策としての役割を担ってきたことは確かであるが、その本来の目的はデフレを克服し持続的な経済成長のための基盤を整備することである。
- III. 量的緩和政策がデフレ対策として期待された効果には、流動性資金の供給量による 短期金利の一層の低下、 ポートフォリオ・リバランス効果(金融機関のリスク資産保有へ向けた行動の積極化を想定)、 期待効果(家計や企業におけるデフレ心理の転換を想定)、 と政策継続のコミットメントによる 時間軸効果の4つがあげられる。
- IV. 4つの効果のうち に関して、短期金利は極限まで低下した。 ・ に関しては効果が見られなかった。以上より、デフレ対策としての量の効果はあまり発揮されなかったと結論付けられる。一方で、政策の継続コミットメントが短期金利の将来予想を通じて長期金利を低下させる効果(時間軸効果)はあり、景気を下支えしたと結論づけた。

4.2 今後の課題

本稿では、量的緩和政策に関して潤沢な資金供給は金融システム不安対策としての役割を担った側面はあるが、デフレ対策としてさほどの効果を持ち得なかったと結論づけた。これに対して、流動性資金の過剰供給維持によって一方で生じている副作用についてもふれておく必要がある。流動性資金の過剰供給維持による副作用には、まず市場機能の低下を指摘できる。市場機能の低下とは、市場に常に流動性が有り余っていることから市場の緊張感が失われ、資金繰りの技術が落ちてしまっているということである。金融機関は、市場との対話を通じて将来の金利や必要資金を予想しリスクをとる必要がなくなり、日銀のオペに過度に依存するようになった。このような「確実な日銀オペが不確実な市場に代替している」状態は、金融システム不安が存在した非常時を過ぎた今日ではデメリットが大きい⁷⁵。市場機能の低下は、今後量的緩和政策を転換する局面や、短期市場に金利がつく環境に戻ったときに対応を見失うことによってパニックにつながる危険性があるからである⁷⁶。また過剰流動性の供給維持は、不動産投資を活発化させ資産価格インフレ(バブル)を発生させる危険性があることが指摘されはじめている。国際協調圧力によって利上げを自粛し、過剰流動性を放置したことがバブル発生を導いた80年代と現在の状況は似ていると指摘されている⁷⁷。

民間企業の構造調整が進んだことや好調な海外経済によって現在では景気回復が堅調になりはじめ、消費者物価指数も回復傾向を示していることから量的緩和政策の解除条件は整いつつある。日本銀行は自らが提示した条件が整ったさいには量的緩和政策を解除し政策転換を行う必要がある。今後の金融政策に関しては、政府の行っている財政再建との兼ね合い⁷⁸や日本銀行の国債保有をどう減らすか⁷⁹、具体的な解除時期や政策

⁷⁵ カッコ内は鈴木(2005)p101より引用。

⁷⁶ 中北・加藤(2005)、須田(2003)。

⁷⁷ 熊野(2005)など。80年代のバブル発生メカニズムに関する説明は、岡部(1999b)や鈴木(1993)などを参照。

⁷⁸ 白川浩道(2005)などを参照。

⁷⁹ 池尾(2005)や熊野(2005)などを参照。

変更の手順をどうするか⁸⁰などの問題があるが、日本銀行は経済動向を注意深く観察した上でその独立性のもとに政策転換を行う必要がある⁸¹。その過程においては誤解による市場の混乱を避け、また日本銀行に対する信頼性を維持するためにも、情報開示を含め説明責任を十分に果たし金融政策の透明性を高めていくことが不可欠である。

⁸⁰ 野口(2005)などを参照。

⁸¹ 中央銀行の独立性に関しては、岡部(1999b)第15章、鈴木(1993)第 部、速水(2004)p2-25などを参照。

参考文献

- [1]岩田規久男(1993)「金融入門」岩波新書
- [2]池尾和人(2005)「“時間軸効果”で景気を刺激 量的緩和、転換のカギ握る 100兆円の日銀保有国債」『金融ジャーナル』2005.7 p10-13
- [3]植田和男(2005)「ゼロ金利との戦い」日本経済新聞社
- [4]岡部光明(1999a)「現代金融の基礎理論 資金仲介・決済・市場情報」日本評論社
- [5]岡部光明(1999b)「環境変化と日本の金融 バブル崩壊・情報技術革新・公共政策」日本評論社
- [6]翁邦雄・白塚重典(2003)「コミットメントが期待形成に与える効果：時間軸効果の実証的検討」日本銀行金融研究所/金融研究/2003.12
- [7]木村武・小林洋史・村永淳・鶴飼博史(2002)「ゼロ金利制約下でマネタリーベースの増加が日本経済にもたらした効果：実証分析」日本銀行調査月報
- [8]熊野英生(2005)「バブル形成を許した日銀は『第2の敗戦』を免れるか」『エコノミスト』2005,10,18 p31-33
- [9]白川方明(2002)「『量的緩和』採用後一年の経験」(小宮隆太郎・日本経済研究センター編「金融政策論議の争点」所収)日本経済新聞社
- [10]白川浩道(2005)「量的緩和の解除は時期尚早」『エコノミスト』2005,12,6
- [11]鈴木淑夫(1993)「日本の金融政策」岩波新書
- [12]鈴木淑夫(2005)「量的緩和を解除し自暴自縛状態を解け」『週刊東洋経済』2005,7 p100-102
- [13]須田美矢子(2002)「『量的緩和』政策の暫定評価と今後の論点」日本銀行(講演記録、2002年11月29日)
- [14]須田美矢子(2003)「量的緩和政策について - その暫定的評価と今後の課題」日本銀行(講演記録,2003年12月17日)
- [15]武隈愼一(2004)「マクロ経済学の基礎理論」新世社

- [16]中北徹・加藤出(2005)「平衡感覚をもって量的緩和から正常化へ踏み出せ」『金融ビジネス』2005,4 p92-95
- [17]中谷巖(2003)「入門マクロ経済学 第4版」日本評論社
- [18]野口旭(2005)「性急な量的緩和解除は 2000 年の二の舞招く」『週刊東洋経済』2005,12,24 p110-112
- [19]速水優(2004)「中央銀行の独立性と金融政策」東洋経済新聞社
- [20]福井俊彦(2003)「金融政策運営の課題」『金融経済研究』第20号, 2003年10月
- [21] Kimura, T., H. Kobayashi, J. Muranaga, and H. Ugai, (2002) “The effect of the Increase in Monetary Base on Japan’s Economy at Zero Interest Rates: An Empirical Analysis,” in Monetary Policy in a Changing Environment, Bank for International Settlements Conference Series, forthcoming, 2003.
- [22] Nobuyuki Oda and Kazuo Ueda (2005) “The effects of the Bank of Japan’s Zero Interest Rate Commitment and Quantitative Monetary Easing on the Yield Curve: A Macro-Finance Approach,” Bank of Japan Working Paper Series No.05-E-6 April 2005