

ISSUE BRIEF

「ゼロ金利」時代の金融政策 政策推移とその論点

国立国会図書館 ISSUE BRIEF NUMBER 550(2006.10. 6.)

はじめに

金融政策の変遷

- 1 ゼロ金利政策
- 2 量的緩和政策
- 3 金融政策の転換

金融政策に関する議論

- 1 バブル崩壊前後の金融政策
- 2 ゼロ金利政策
- 3 量的緩和政策
- 4 家計の負担
- 5 インフレ目標

おわりに

バブル崩壊後、日本経済の長期不況とデフレに対応して、日本銀行は段階的に金融緩和を進めてきた。特に、平成 11 年 2 月以降、平成 18 年 7 月まで、一時期を除いて、短期金利(コールレート)をほぼゼロとした。

コールレートの誘導水準をゼロとすること、金融調節の操作目標を日銀当座預金残高とすること、政策の継続性を明示して緩和効果の増進を図ったことなどは、歴史に類を見ない政策であった。補完貸付制度の導入、銀行保有株式の買取りなどの多くの新しい施策も導入され、金融システムの安定化が図られた。

本稿 は、7 年にも及んだ「ゼロ金利」時代の金融政策の変遷と、日本銀行の政策決定に関する議論を紹介し、この時期の金融政策をめぐる論点を整理する。

財政金融課

こいけ たくじ
(小池 拓自)

調査と情報

第 5 5 0 号

はじめに

バブル崩壊後の日本経済においては、3つの過剰(雇用、設備、債務)が大きな問題となった。企業は、人員の削減、設備投資の抑制、資産売却と債務返済(バランスシート調整)などを進めた。このような構造調整は、景気を低迷させ、期待成長率を低下させていった。

株式や不動産価格の急落、企業倒産の多発と失業の増加、金融機関の不良債権問題の深刻化、デフレの進行など、経済の悪化に伴って、日本銀行(以下、「日銀」とする。)は、金融緩和を段階的に進めていった。特に、平成11年2月以降、一時期(平成12年8月～平成13年3月)を除いて、平成18年7月まで、短期金利(無担保コールレート・オーバーナイト物¹、以下、「無担コール」とする。)がほぼゼロとなる、超金融緩和政策を続けた(表1)。

短期金利をゼロとすることや、金融調節の目標を日銀当座預金残高(金融機関が日銀に保有する当座預金残高)とすることは、歴史に類を見ない政策であった。さらに、政策の継続性(「時間軸」²)を明らかにして、緩和効果の増進を図ったことも、この時期の金利政策の大きな特徴である。日銀は、インフレ目標や国債引受こそ採用しなかったが、従来では考えられなかったような多様な施策を実行した。

本稿³は、この時期の金融政策の変遷と、金融政策に関する議論についてまとめ、7年にも及んだ「ゼロ金利」をめぐる論点を整理する。

表1 金融政策の変遷(平成11年2月から平成18年7月)

	総裁	時期 (平成年/月)	誘導水準または 当座預金目標(兆円)	政策の継続性など (いわゆる“時間軸”)
ゼロ金利政策	速水	11/2-12/8	出来るだけ低め	デフレ懸念の払拭が展望できるまで
中断	速水	12/8-13/3	0.25% 0.15%	平成13年2月28日に誘導水準引き下げ
量的緩和政策	速水	13/3-15/3	(5)→(15-20)	CPI前年比が安定的にゼロ%以上まで
量的緩和政策	福井	15/3-15/10	(15-20)→(27-32)	同上 積極的な目標残高増
量的緩和政策	福井	15/10-18/3	(27-32)→(30-35)	量的緩和政策解除の3条件 ^(注1)
ゼロ金利政策	福井	18/3-18/7	ゼロ%	CPI 0-2%; 中長期的な物価安定の理解

【多様な施策の実施】 ()内は実施時期

- 政策の継続性を明示する“時間軸”の導入：中期・長期金利の低下
- 公定歩合による補完貸付制度の導入(平成13年3月)：短期金利の変動の封じこめ
- 銀行保有株の買い入れ(平成14年11月)：金融システム安定化支援
- オペ対象に資産担保証券を加える(平成15年7月)：企業金融支援

(注1) 量的緩和政策解除の3条件とは、CPI前年比が安定的にゼロ%以上、CPI前年比が先行き再びマイナスとなると見込まれない、日本銀行の総合判断、である。

(出典)各種資料より作成

¹ 民間金融機関同士が、無担保で短期的な手元資金の余剰や不足を調整するコール市場の翌日物金利。
² 中央銀行が、金融緩和政策を継続する基準を明確にすることで、オーバーナイトの金利だけではなく、より長い期間の金利や、社債などの金利が低下することを、「時間軸効果」あるいは「コミットメント効果」と呼ぶ。
³ 本稿は、拙稿「ゼロ金利政策の解除」『国政の論点』2006.7.24.(事務用資料)、拙稿「量的緩和策解除後の金融政策」『国政の論点』2006.4.7.(同)、拙稿「量的緩和策解除を巡る論点」『国政の論点』2006.3.3.(同)をまとめ、識者の意見の整理などを加筆したものである。

金融政策の変遷

1 ゼロ金利政策(速水優総裁時代)

(1) ゼロ金利政策の採用(平成 11 年 2 月 12 日)

バブル崩壊後、金融緩和を進めた日銀は、平成 7 年 9 月に、公定歩合⁴を 0.5%まで引き下げた。その後、金融調節の操作目標を、無担コールとし、平成 10 年 9 月には、その誘導目標を 0.25%とした。この時期、国内では、山一証券、北海道拓殖銀行などの破綻(平成 9 年)、日本長期信用銀行、日本債券信用銀行の破綻(平成 10 年)が発生した。海外では、アジア通貨危機(平成 9 年)、ロシア金融危機、米国 LTCM(Long Term Capital Management, ヘッジファンド)破綻(平成 10 年)などが発生していた。

平成 10 年秋以降、金融不安の高まり、円高、長期金利の急騰(0.7%→2.5%)などにより、日本経済は、危機的な状況に陥った。このため、日銀は、平成 11 年 2 月 12 日、無担コールを出来るだけ低めに誘導することを表明し、3 月には、短期金利は、ほぼゼロとなった(「ゼロ金利政策」の採用)。

(2) ゼロ金利政策における「時間軸」

日銀は、無担コールの誘導水準をゼロとすることに加え、この政策の継続性を明らかにして、緩和効果を高めた。平成 11 年 4 月 9 日の金融政策決定会合を受けて、13 日の総裁記者会見で、速水日銀総裁は、「デフレ懸念が払拭できるような情勢になるまで、現在のゼロ金利を継続する」ことを声明した。

(3) ゼロ金利政策の解除(平成 12 年 8 月 11 日)

小渕政権の積極財政や米国の IT 景気もあり、平成 11 年の日本経済は回復に向かった。ゼロ金利を非常時の政策としていた速水日銀総裁は、企業の収益回復が、賃金上昇を通じて、徐々に家計に波及するとの見方(いわゆる「ダム論」)を示し、平成 12 年春以降、ゼロ金利解除の意欲を滲ませていた。また、ゼロ金利による家計利子収入の減少や、不採算企業の延命による構造改革遅延といったデメリットを、速水総裁が指摘することも少なくなかった⁵。

平成 12 年 8 月 11 日の金融政策決定会合で、日銀は、「日本経済は、かねてより『ゼロ金利政策』解除の条件としてきた『デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢』に至ったものと考えられる。」として、「ゼロ金利政策」を解除し、無担コールの誘導水準を 0.25%とした。この決定に先立ち、ゼロ金利政策の継続が必要と考えていた政府は、議決延期請求⁶を行なったが、否決された。

2 量的緩和政策(速水優総裁から福井俊彦総裁時代)

(1) 量的緩和政策の採用(平成 13 年 3 月 19 日)

IT バブル崩壊後の世界的な景気後退や円高傾向などによって、日本経済は再び低迷し、デフレは深刻化した。日銀は、再度、金融を緩和する方向への政策変更を開始し、平成 13

⁴ 日本銀行が金融機関に資金を貸し出すときの金利。公定歩合操作が、従来は、金融調節の主要な手段であった。

⁵ 例えば、第 147 回国会の衆議院大蔵委員会(平成 12 年 4 月 4 日)で、速水日銀総裁は、ゼロ金利の効果を認めつつも、ゼロ金利政策が長期化する負の側面として、家計利子収入の減少、モラルハザード、構造改革遅延の 3 つを指摘した。

⁶ 政府は、金融政策決定会合の議決を次回会合まで延期するよう求めることができる。議決延期請求は、政策委員会がその採否を決定する(日本銀行法第 19 条の 2 項)。

年2月9日には、公定歩合を0.5%から0.35%に引き下げ、銀行への資金供給を円滑化する補完貸付(ロンバート型)制度⁷の導入を表明した。さらに同28日には、無担コールの誘導水準を、0.25%から0.15%に、公定歩合を0.35%から0.25%に引き下げた。

平成13年3月19日、経済情勢の悪化(デフレの深刻化)に対処する大胆な政策として、日銀は、いわゆる「量的緩和政策」を採用し、金融市場調節の主たる目標を、それまでの「金利(無担コール)」から、「日本銀行当座預金残高」に変更した。金融調節の目標が、金利からマネーの量となったことに加え、この政策を継続する基準として、「消費者物価指数(CPI)の前年比が安定的にゼロ%以上となるまで」と明示し、通貨供給の手段として長期国債買入の増額を表明した。

(2) 量的緩和政策の強化

当初5兆円とされた当座預金目標は、6兆円(平成13年8月)、6兆円を上回る(同年9月)、10兆円から15兆円(同年12月)、15兆円から20兆円(平成14年10月)へと徐々に拡大された(表2)。公定歩合は、平成13年9月18日に0.1%に引き下げられ、補完貸付(ロンバート型)制度によって短期金利の上限となることで、短期金利の変動は封じられた。また、資金供給の手段である、長期国債買切オペも、毎月4千億円から数回の増額が行なわれ、平成14年10月以降は、毎月1.2兆円となった。さらに、金融システムの安定を支援するため、銀行保有株の買入れ(当初枠2兆円、後に3兆円)が実施された。

積極的な量的緩和論者であった中原伸之元審議委員は、当時の政策運営を振り返って、量的緩和政策導入後においても、量の拡大が緩慢であったことと、その政策効果に懐疑的な見解を速水総裁が記者会見で示したことを批判している⁸。

(3) デフレファイター(福井俊彦総裁時代)

平成15年3月、速水優氏が日銀総裁を退任し、福井俊彦氏が新総裁となった。福井総裁は、政府と一体となってデフレからの脱却を図ることを明言した。日銀の金融政策運営が後手に回っているとの批判を意識して、量的緩和政策の意義を積極的に評価した上で、大胆かつ機動的に、量的緩和政策を推進した。

当座預金目標は、17兆円から22兆円(平成15年3月)、22兆円から27兆円(同年4月)、27兆円から30兆円(同年5月)、27兆円から32兆円(同年10月)、30兆円から35兆円(平成16年1月)と大幅に切り上げられた(表2)。同時期には、急速な円高が進んだことから、徹底したドル買い介入(平成15年5月から平成16年3月で32兆円)が実施されていた。当座預金目標が15兆円程度増加していたことは、結果的に、介入の約半分が不胎化⁹されなかったことを意味する。また、平成15年7月には資産担保証券の買い取りを開始した。

平成15年夏には長期金利が上昇し、金融緩和効果が減退する恐れが出てきた。日銀は、同年10月10日に、量的緩和政策解除の3条件(CPI前年比が安定的にゼロ%以上、CPI前年比が先行き再びマイナスになると見込まれない、日銀の総合判断)を明らかにして、政策継続の時間軸を強化した。

⁷ 金融機関の申し込みに応じて、日銀が公定歩合で資金を貸付ける制度。

⁸ 例えば、当座預金目標を6兆円に引き上げた政策決定会合後に記者会見で、速水総裁が、「このような追加緩和措置の効果は、既に長短の金利水準が非常に低いものになっているだけに、必ずしも確実に出てくるとは限らないが、(後略)」(「政策委員会議長記者会見要旨(8月14日)」)と述べたことを、「自分で自分の足を引っ張る」と批判している(中原伸之『日銀はだれのものか』中央公論新社、2006、pp.191-193.)。

⁹ 市場からドルを買い入れ、円を売却する操作(ドル買い介入)によって、市中の円が増加しないように、円を吸収することを、「不胎化」と呼ぶ。反対に、介入による資金供給増を放置することを、「非不胎化」と呼ぶ。

表 2 量的緩和政策の変遷（平成 13 年 3 月から平成 18 年 3 月）

決定日時 (平成年/月/日)	当座預金目標 (兆円)	国債買入 (億円/月)	備考	株価 (日経平均)
13/ 3/19	5	4,000	量的緩和政策導入	12,152.83
13/ 8/14	6	6,000	政府主導の構造改革を支援	11,917.95
13/ 9/18	6を上回る		9/11 テロ対応、公定歩合 0.10%	9,679.88
13/12/19	10-15	8,000	金融調節手段拡充	10,471.93
14/ 2/28	潤沢な供給	10,000	年度末の流動性確保	10,587.83
14/ 9/18			金融機関保有株式買入方針	9,472.06
14/10/30	15-20	12,000	手形買入期間の延長	8,756.59
15/ 3/20	-	-	福井俊彦氏が総裁就任	8,195.05
15/ 3/25	17-22		郵政公社発足対応、イラク戦争	8,238.76
15/ 4/30	22-27		SARS のアジア経済への影響	7,831.42
15/ 5/20	27-30		りそな銀行実質国有化、円高基調	8,059.48
15/ 6/11			資産担保証券をオペア対象とする	8,890.30
15/10/10	27-32		量的緩和政策解除の3条件明示	10,786.04
16/ 1/20	30-35		景気回復認識下の緩和措置	11,103.10
17/ 5/20			下振れ容認	11,037.29
18/ 3/ 9	解除	当面維持	ゼロ金利へ移行	16,036.91

(出典) 日本銀行 HP などから作成

3 金融政策の転換(福井俊彦総裁時代)

(1) 量的緩和政策の解除（平成 18 年 3 月 9 日）

当座預金目標を 30 兆円から 35 兆円とした平成 16 年 1 月 20 日の決定を最後に、当座預金残高の積み増しは行なわれなくなった。平成 17 年 5 月には、当座預金残高の一時的な「目標割れ」が容認され、同年の夏以降、景気回復、株高、デフレ脱却期待などから、量的緩和政策の解除の時期と方法が議論となった。

平成 18 年 3 月 9 日、日銀は、量的緩和政策解除のための 3 条件(前頁)が満たされたとして、量的緩和政策を解除した。すなわち、金融市場調節の操作目標を、日銀当座預金残高から、無担コールとする通常の金融政策運営に転換した。同時に、日銀は、金利の誘導水準をゼロ%とする、当座預金残高は、数か月程度の期間を目的に、緩やかに削減(期末は 30 兆円台を維持)する、長期国債の買入れは、これまでと同じ金額・頻度を維持する、新たに「中長期的な物価安定の理解」として、消費者物価指数の対前年比を 0~2%と明示する、などの措置によって、市場の動揺を防止する姿勢を明確にした。

(2) 金融政策の透明性 - 新しい“枠組み”の導入 -

量的緩和政策の解除にあたり、改めて「物価の安定」についての考え方が整理され、新しい金融政策運営の枠組みが導入された。この新たな枠組みは、以下の 3 点である。各

審議委員が政策判断の念頭に置く「中長期的な物価安定の理解」を、1年毎に明示する、2つの柱(a.「経済・物価情勢の展望」などで発表する物価見通しと「理解」の比較、b.金融政策と物価情勢についてのリスクの検討)によって物価情勢を点検する、「経済・物価情勢の展望」(4月と10月)において、「当面の金融政策運営の考え方」を定期的に公表する。

日銀は、「中長期的な物価安定の理解」は、一定期間内に一定の数値達成を目指すインフレ目標や、委員会の統一見解であるインフレ参照値とは異なる新たな枠組みで、日本の実情に合致した、透明性と機動性の確保を狙うものであると説明している。

(3) ゼロ金利からの脱却

平成18年7月14日、日銀は、無担コールの誘導水準を0.25%に変更し、いわゆる「ゼロ金利政策」を解除した。平成13年3月に量的緩和政策(平成18年3月解除)が導入されて以来、5年4ヶ月ぶりに短期金利が復活した。

量的緩和政策が3月に解除されて以降、当座預金残高は順調に削減され、ゼロ金利の解除は、経済情勢次第となっていた。原油高や株安など、景気後退の懸念材料はあるものの、消費者物価の前年比プラス基調が定着したことや、企業の景況感が底堅いことが確認されてきた。そこで、日銀は、「内需と外需、企業部門と家計部門のバランスが取れた形で緩やかに拡大しており、先行きも、息の長い拡大を続ける」との景気判断を下し、金融政策を変更した。

日銀の発表文によれば、金利の誘導水準は0.25%、補完貸付の基準金利(旧公定歩合)は0.1%から0.4%に引き上げ、当面、長期国債買入れの金額・頻度は維持ということになった。「経済・物価情勢の展望」に沿った経済情勢が続くならば、「極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が当面維持される可能性が高い」ことも明示された。

日本経済を再びデフレに陥らせることなく、市場機能を円滑に回復させ、同時に、資産価格のバブル化を防止するため、今後の金利調整スピードと調整後の金利水準を適切に決定することが、日銀の課題となっている。

金融政策に関する議論

1 バブル崩壊前後の金融政策

昭和60年のプラザ合意以降の金融緩和が、バブル発生の一因であったことは、日銀も認めている¹⁰。バブル崩壊前後の金融政策を1年半程度早めれば、設備投資のピークと落ち込みが緩やかになったとして、金融政策転換の遅れが、平成3年から平成6年の不況を深刻化させたとの指摘がある¹¹。

バブル崩壊後の金融政策への批判¹²は特に強く、竹森俊平慶応義塾大学教授は、日銀が資産デフレと不良債権問題の脅威を過小評価し、金融緩和のスピードと幅が緩慢であった

¹⁰ 例えば、第121回国会の衆議院予算委員会(平成3年8月22日)で、三重野康日銀総裁(当時)は、「例えば土地の値段の上昇というのは、金融緩和だけではなく、やはり東京の一点集中、土地神話、あるいは税制、土地規制、そういったものの複合的要因であるとは思いますが、しかし、金融緩和がもたらしたということは否定できないと思います。(中略)これからの金融政策のあり方を考えますときに、このことは一つの反省として十分勘案して政策に誤りなきを期していきたい」と述べている。

¹¹ 例えば、吉川洋・小原英隆「平成景気・不況と設備投資(2)」『経済学論集』63巻3号、1997.10、pp.66-95。

¹² 就任当初の三重野日銀総裁(任期：平成元年-平成6年)は、果敢な金融引き締めによって、「平成の鬼平」と賞賛された。同総裁の退任時の新聞報道にも、好意的な論調(例えば、「悪役に徹した5年間」『毎日新聞』1994.12.17.)もあり、当時から日銀の金融政策が強く批判されていたわけではない。

ため、平成 9 年から 10 年の金融危機を招いたとしている¹³。平成 4 年当時から、岩田規久男学習院大学教授は、金利よりもマネーサプライ管理を重視して、積極的に金融緩和を行うことを主張し、日銀の翁邦雄氏との間で「マネーサプライ論争」となった¹⁴。

平成 11 年以降のゼロ金利や量的緩和といった過去に例のない政策の是非を論ずる前に、そのような事態の再発を防止する視点は、今後の金融政策の重要な指針となろう。米国連邦準備制度理事会(The Federal Reserve Board)は、バブル崩壊後の日銀の金融緩和が緩慢であったことが、長期不況につながったとして¹⁵、この失敗を反面教師に、IT バブル崩壊後の 2003 年には、大胆な金融緩和を実施した。

2 ゼロ金利政策

金利をゼロとすることは、デフレを食い止めるための究極の政策と受け止められていたものの、歴史に類を見ない手段であることから、短期市場の機能が喪失する、個人預金者に大きな犠牲を強いる、バブル崩壊後の構造改革を遅延させる、などの批判があった¹⁶。既に、長期にわたって低金利を実施していたものの、デフレが継続していたことや、デフレの原因が日本経済の構造的な問題にあるとする立場からは、ゼロ金利政策の弊害を指摘し、その効果に懐疑的な見解が表明されていた¹⁷。一方、日銀による積極的な金融緩和を従来から主張していた識者は、(遅きに失したとの批判をしながらも)ゼロ金利政策を肯定し、さらに量的金融緩和の実施、インフレ目標の採用、その手段としての為替介入の非不胎化政策や国債買い切りオペの増額などを提唱した¹⁸。

平成 12 年 8 月のゼロ金利政策解除は、その後の経済情勢を見誤ったとの批判が多い。政府の反対を押し切ったゼロ金利解除であったが、わずか半年後に再び金融緩和が必要となったことで、日銀への信認は大きく損なわれた。速水総裁は、平成 15 年までの任期を全うしたものの、平成 13 年春には、総裁辞任の観測記事が流れた¹⁹。

中原伸之元審議委員(植田元審議委員とともにゼロ金利の解除に反対)は、「民意を受けた正当性を持つ政府代表の意見を拒否し、経済のプロとしての見通しでも誤って権威を失墜した」と批判している²⁰。ゼロ金利の導入当初は、平成 10 年秋以降の国債価格の暴落や円高を懸念した「緊急避難措置」の要素があり、デフレ対策との位置づけは後付けであったため、政策の意義や日銀の説明が混乱したとの指摘もある²¹。

¹³ 竹森俊平「ゼロ金利解除威張るな、日銀」『文芸春秋』84 巻 12 号、2006.9, pp.146-155。同教授は、大蔵省(当時)の不動産融資(総量)規制も、同罪であると批判している。

¹⁴ 翁氏は、その後の実証研究で、資産価格の変動を考慮した金融調節やインフレーターターゲットを採用しても、この時期の政策運営を適切に行なうことは困難であったとしている(翁邦雄・白塚重典「資産価格バブル、物価の安定と金融政策:日本の経験」『金融研究』21 巻 1 号、2002.3, pp.71-115.)。

¹⁵ 神尾幸男訳「日銀は 90 年代の長期不況をまったく予期していなかった(特別レポート FRB 論文全訳)」『エコノミスト』3575 号、2002.8.13・20, pp.83-96。

¹⁶ 「ついに「ゼロ金利」得をしたのはだれ？」『日本経済新聞』1999.3.21。

¹⁷ 中前忠「ゼロ金利政策の罪」『日本経済新聞』1999.5.20, 夕刊; 小川一夫「経済教室 ゼロ金利、長期化の弊害大」『日本経済新聞』1999.9.14; 武者陵司「いつまで続くゼロ金利 効果以上に表面化する三つの弊害」『エコノミスト』3422 号、1999.11.9, pp.80-81。など

¹⁸ 伊藤元重・岩田規久男「対論--「迷走」金融政策は是非か」『論争東洋経済』19 号、1999.5, pp.18-27.; 「経済教室 量的緩和、方法次第で効果」岩田規久男『日本経済新聞』1999.9.30。など

¹⁹ 「速水・日銀総裁が辞意」『読売新聞』2001.4.27, 夕刊。

²⁰ 中原 前掲注 8, pp.134-135。

²¹ 小塩隆士「ゼロ金利政策とは何だったのか」『経済セミナー』550 号、2000.11, pp.16-20。(ただし、小塩氏はゼロ金利政策をデフレ対策として過度に期待すべきではなかったとしている)。

3 量的緩和政策

金融市場調節の操作対象を日銀当座預金として、大量の資金供給(マネタリーベース²²の拡大)を行なう量的緩和政策は、マネーサプライ(M2+CD あるいは広義流動性)を増加させて、物価下落に歯止めをかけることが期待されていた。しかし、導入当初から、マネタリーベースの拡大が、マネーサプライや銀行貸出の増加につながる波及経路が明らかではないとの批判があった²³。実際にマネーサプライの伸びが緩慢であったことから(表3)、量的緩和政策に意味はなかったとの見解も少なくない²⁴。

表3 当座預金残高と通貨及び貸出の動向

	平成13年度	平成14年度	平成15年度	平成16年度	平成17年度	平成18年度
当座預金残高(兆円)	11.3	18.8	30.9	33.1	32.6	13.8
マネタリーベース(前年比)	14.6%	22.0%	16.9%	4.4%	1.6%	▲15.4%
M2+CDs(前年比)	3.1%	2.9%	1.6%	1.9%	1.8%	1.1%
広義流動性(前年比)	2.0%	0.4%	0.7%	3.9%	2.2%	2.1%
銀行貸出(前年比)	▲4.2%	▲4.8%	▲4.9%	▲3.5%	▲1.3%	1.7%
同上(特殊要因調整後)(前年比)	▲2.1%	▲2.6%	▲2.0%	▲1.3%	0.5%	2.5%

(注) 平成18年度は8月(速報値)までの平均値とした。

(出典)日本銀行作成統計HPより作成

岩田規久男教授は、日銀が、「(我々の)提案の当初は強固に反対したにもかかわらず、提案してからかなり時間が経ってからその一部を取り入れてきた」とし、金融政策発動の遅さ、提案の部分的な採用(インフレ目標は不採用)、効果について懐疑的な当局発言などが、政策の有効性を毀損したと批判している²⁵。

植田和男元審議委員は、量的緩和政策には、大量の資金を供給(当座預金残高を法定準備預金額²⁶以上に)することと、この緩和政策を当面継続する約束(時間軸政策)の2つの側面²⁷があり、特に時間軸政策が長期金利を低下させ、「経済や金融システムを下支え」したとしている²⁸。多くの実証分析は、マネタリーベースの拡大効果よりも、ゼロ金利の継続を消費者物価上昇率と連動させたコミットメント効果が大きいとしている²⁹。

短期金利をゼロ以下には下げられない中で、緩和的な金融環境の継続性を明らかにした

²² 市中に流通する現金(「日本銀行券発行高」+「貨幣流通高」と「日銀当座預金」の合計で、「日本銀行が供給する通貨」のこと。

²³ 例えば、小宮隆太郎「日銀批判の論点の検討」小宮隆太郎ほか編『金融政策論議の争点』日本経済新聞社、2002、pp.263-274。

²⁴ 服部茂幸「量的緩和政策は貨幣ストックを増加させなかった」『経済セミナー』576号、2003.1、pp.42-47.;小川一夫「量的緩和政策をめぐる議論を検証する」『経済セミナー』593号、2004.6、pp.10-14.;原田信行「量的緩和政策の効果に関する実証的検討」『経済セミナー』593号、2004.6、pp.15-19.など。ペースマネーと全産業活動指数に統計的な関係があることを示した分析(原田泰・権赫旭「量的緩和政策に経済効果はあったのか」『経済セミナー』613/614号、2006.2/3、pp.66-71.)はあるが、その理論的なメカニズムは明らかではない。

²⁵ 岩田規久男「予想形成に働きかける金融政策を」小宮論文批判(1)小宮隆太郎ほか編『金融政策論議の争点』日本経済新聞社、2002、pp.411-414。

²⁶ 金融機関は、預金の一定比率(準備率)以上の金額を日銀に預け入れることが義務づけられている(準備預金制度)。預け入れなければいけない最低金額を、「法定準備預金額」あるいは「所要準備額」と呼ぶ。

²⁷ 大量の資金供給、政策の持続性についてのコミットメントに加えて、長期国債の買入れの増額の3点が量的緩和政策の柱とする説もある。

²⁸ 植田和男「量的緩和解除は遅めに」『日本経済新聞』2005.10.27。

²⁹ 鵜飼博士「量的緩和政策の効果」『日本銀行ワーキングペーパー』2006.7.は、各種実証分析をサーベイしている。

ことで、長短金利と信用リスクプレミアムが低下した意味は大きかった。当座預金残高目標を増加させたことは、マネーサプライの増加には至らなかったものの、日銀の緩和姿勢を裏打ちするものであり、政策転換を容易には出来ない“象徴”としての意味があったと考えられる。また、日銀の資金供給は、金融機関の資金調達不安を鎮静化し、財務省による為替介入を容易にさせ、不良債権処理の促進や、株式や不動産市場の下支え役となって、日本経済回復に貢献したと評価できよう(表4)。

表4 量的緩和政策の効果と問題点

効果	問題点
<ul style="list-style-type: none"> 金融システム不安の解消 銀行の不良債権処理の下支え 企業のバランスシート調整と収益改善 大量のドル買介入の資金調達の下支え 国債利払い負担の抑制 	<ul style="list-style-type: none"> 家計利子収入の減少 市場機能の低下(国債、社債の市場機能) 一部の株式、都市部不動産の高騰 外為証券(政府短期証券)残高の膨張 国債バブルの発生

(出典)筆者作成

3 家計の負担

参議院財政金融委員会において、日銀の白川理事は「バブル崩壊以降の家計部門の想定逸失金利収入」を、平成3年基準で304兆円(平成3年からの14年間)、平成5年基準で180兆円(平成5年からの12年間)と答弁している³⁰。ゼロ金利や量的緩和政策が採用されなかった場合、経済・金融状況がさらに悪化し、国民所得や貯蓄額が減少した可能性があるため、この数字は過大推計³¹であるが、低金利によって、金融資産保有者から債務者への所得移転が行われたことは事実である。所得移転先は、住宅ローン債務者、法人企業、金融機関、国であり、特に、金融機関の不良債権処理の重要な利益源泉となった。

西村審議委員は、その就任記者会見において、量的緩和政策を日本経済の非常事態を乗り越えるために必要な措置としつつ、「モルヒネ」と明言している³²。日本経済が深刻なデフレ経済からの脱出するため、大胆な「手術」(減税、不良債権処理、企業のリストラ、為替介入など)が必要とされ、それを円滑に進めるために、家計は、利子収入喪失のコストを払って、「モルヒネ」を提供したことになる。

4 インフレ目標

積極的な金融緩和論者は、日銀がインフレ目標を設定して、その実現に責任を持つ政策運営を主張した。中央銀行がインフレ目標を明らかにすることで、市場の期待を変化させ、デフレ脱却を実現するとの提言³³である。目標の実現のため、資金供給を拡大すること、

³⁰ 第164回国会の参議院財政金融委員会(平成18年2月23日)。この数字は、国民所得統計(内閣府)を用いて、比較時点からの家計の受取利子の減少を累計したものであり、前提や期間によって、数字は大きく変動することなどに注意が必要。

³¹ 日銀が逸失利益だけを数字で明らかにしたことを批判する意見もある(「超低金利政策の真のコスト」『日経公社債情報』1527号,2006.2.27,p.15.)。

³² 西村審議委員就任記者会見要旨 2005.4.8.日本銀行HP <<http://www.boj.or.jp/type/press/kaiken/kk0504b.htm>>

³³ 岩田規久男「日銀はインフレ目標を設定せよ」『財経詳報』2319号,2003.1.5-15,pp.6-10.; 伊藤隆敏「ETF購入とインフレ目標をセットで導入 成功の可能性が高い「非伝統的な金融政策」」『金融ビジネス』219号,2003.6,pp.50-53.;

その手段として、長期国債、社債、外債、株式(あるいはETF<上場投信>)、不動産(あるいはREIT<上場不動産投信>)、不良債権などを日銀が購入することが主張された³⁴。導入反対論者は、インフレ目標はインフレ抑制に効果はあっても、デフレ脱却を実現する具体的な方法が欠如している点³⁵や、提示された手法の副作用を問題視した³⁶。

量的緩和政策の解除の基準として、消費者物価指数が明示されたことは、ゆるやかなインフレ目標が設定されたとの解釈もあり、一旦は議論が沈静化した。平成17年以降、量的緩和政策の解除が議論され始めると、再び、インフレ目標の是非が議論的となった。従来からインフレ目標の採用を主張していた識者や政治家は、デフレ脱却を確実にし、ポスト量的緩和政策後の金融政策の透明性を高め、安定的な経済成長を確保し、将来的にはインフレを防止する、等のメリットを説明して、インフレ目標の導入を提言した³⁷。日銀は、インフレ目標の採用が、金融政策の透明性を向上させる点は認めつつも、目標達成の実現手段が乏しいことや、政策運営の柔軟性が失われるとして、導入に慎重な姿勢を維持した³⁸。

おわりに

最後に、平成11年以降の金融政策を振り返り、日銀への信認、日銀の政策範囲、金融政策の位置づけについて、簡単にまとめる。

【日銀への信認】

平成11年以降の金融政策は、数々の新しい政策を導入したにも関わらず、ゼロ金利解除の時期を誤り、政策が後手に回ったことから、速水前総裁については、「迷走」「ちぐはく」といった批判が多い。一方、福井総裁については、積極的なデフレファイターの姿勢を評価するものが多い³⁹。しかし、福井総裁も、当座預金残高の量について、金利を押し下げる効果や金融不安を沈静化させる効果に言及しているが、マネーサプライへの影響についての言及はない⁴⁰。このため、福井総裁のデフレファイターとしての言動は、極端な

深尾光洋「インフレターゲット論「デフレバブル」を退治せよ」『論座』92号、2003.1、pp.144-147.; 野口旭「今こそ必要インフレ目標」『エコノミスト』3570号、2002.7.16、pp.46-49.; 岩田一政「量的緩和を継続、「解除」条件に糊しろ必要」『金融財政』9589号、2004.6.10、pp.8-11.など。

³⁴ 手段については、インフレ目標導入論者のなかでも、意見が分かれていた。

³⁵ 例えば、小宮隆太郎「岩田規久男、伊藤隆敏両氏に答える」小宮隆太郎ほか編『金融政策論議の争点』日本経済新聞社、2002、pp.451-459.

³⁶ 水野温氏「インフレターゲット導入だけではデフレを克服できない」『エコノミスト』3599号、2003.1.21、pp.102-103.; 上野泰也「実物資産購入の危険、「過大な期待」退けよ」『金融財政』9474号、2003.1.30、pp.2-6.; 内藤哲「安易で危険な選択 構造改革こそデフレ脱却の道」『週刊東洋経済』5805号、2003.2.8、pp.92-93.; 山崎元「インフレ目標」これだけの問題点『現代』37巻3号、2003.3、pp.186-193.

³⁷ 例えば、岩田規久男「「出口」でインフレ目標を」『日本経済新聞』2005.9.1.; 安達誠司「出口政策を展望 再デフレのリスク残る」『日本経済新聞』2005.10.28.; 「インフレ目標導入前向き 中川政調会長」『朝日新聞』2006.1.28.; 「日銀は政府と整合的な目標を」竹中総務相、『日本経済新聞』2005.12.10.など。

³⁸ 例えば、「インフレ目標は尚早 福井氏」『毎日新聞』2005.11.23.; 「インフレ目標に慎重 日銀副総裁」『日本経済新聞』2006.2.3.など。

³⁹ 例えば、黒田東彦「ゼロ金利政策」から「量的緩和政策」まで(1999-2004年)『経済セミナー』601号、2005.2、pp.76-83.

⁴⁰ 「量的緩和政策は、根っこはゼロ金利であるが、日銀当座預金残高という量を大量に供給すること、消費者物価指数の前年比が安定的にゼロ%以上になるまでこれを続けるというコミットメントをゼロ金利に上乗せして政策効果を補強したものである。量の部分について言えば、もちろん金利に対し文鎮のような重みで金利を押し下げる効果をしっかりと持った。それだけでなく、特に信用不安との関連から言えば、金融機関に流動性を必要以上に供給することによって、金融市場において不安が増幅し、それがデフレ・スパイラルにつながるリスクの糸を遮断する効果が非常に強かったと思う。」(「総裁記者会見(3月9日)要旨」2006.3.9.日本銀行HP<<http://www.boj.or.jp/type/press/kaiken/kk0603a.htm>>)

政策を排除するための、政治的なポーズであったとする見方もある⁴¹。

量的緩和論者であった深尾光洋慶応義塾大学教授ですら、量的緩和政策の効果を「偽薬効果」とし、福井総裁が期待に働きかけたことが、デフレ脱却の鍵であったと述べている⁴²。金融政策がその効果を発揮するために、市場や国民の期待への働きかけが重要であるとすれば、日銀は、政策の説明能力を高め、経済情勢についての市場との対話を拡充し、国民からの信頼を常に保持することが求められよう⁴³。また、説明責任だけではなく、結果責任を明確にすることも課題となろう。

【日銀の政策範囲】

平成 10 年 4 月の日銀法の改正で、中央銀行としての「独立性」が法的に明確化された後、日銀は、超低金利の金融政策を継続し、様々な新しい制度を導入してきた。一方、日銀の外部からは、独立性は、目標を達成するための手段に限定されるとして、物価安定のため、あらゆる手段を講じるべきとの主張も見られた。しかし、所得の再分配や資産価格に影響を与える政策は、政治の決定を経ることが基本である。デフレ脱却が重要であったとしても、日銀に不動産や株式などのリスク資産の購入を求めることは、その効果が不透明であるだけでなく、中央銀行、ひいては民主的な統治のあり方に関わる問題として議論すべきであろう。

今般の超金融緩和時期において、このように様々な施策が検討され、一部は実施された。通貨及び金融の調節を委ねられた中央銀行に許される施策の範囲について、その原則を確立することが求められる。

【金融政策の位置づけ】

平成 13 年ごろに、「デフレ⁴⁴こそが日本経済の克服すべき課題」との認識が共有されるまでは、物価の下落要因として、高すぎる国内物価の構造調整を指摘した「良いデフレ論」⁴⁵があった。日銀のデフレへの危機意識が不足し、政策が後手に回っていたことは否めない。ただし、日本がデフレに陥った背景には、バブルの負の遺産として、3つの過剰(雇用、設備、債務)問題があり、この結果として不良債権が増大していたことも考慮すべきである。実際には、緩和的な金融政策とともに、減税、不良債権問題の解決、資産市場への支援策、規制緩和など、各種の経済政策や、堅調な外需が、デフレ脱却に寄与した。金融政策だけではなく、総合的な経済政策が重要であったのではないか。

非常時に採られた政策体系は、金融政策に限らず、平時の政策体系に、順次転換されよう。日銀は、他の経済政策の動向を十分に踏まえながら、経済環境の的確な分析に基づいて、専門家としての政策決定を行うことが求められよう。

⁴¹ 小宮隆太郎「検証超金融緩和(5)「微害微益」の量的緩和」『読売新聞』2006.8.12.;石川潤「ゼロ金利 10 年、「出口」が始まる--日銀総裁、華麗なる「うそつきポーカー」」『日経ビジネス』1308 号, 2005.9.19, pp.156-165.

⁴² 深尾光洋「検証超金融緩和(2)「偽薬効果」でデフレ改善」『読売新聞』2006.8.9.

⁴³ 福井日銀総裁が証券取引法違反容疑で起訴された村上世彰氏の運用する投資ファンドに総裁就任後も出資を継続し、量的緩和政策の解除前に解約を申し出たことで、その事実関係ならびに事後説明の不手際が批判されている。日銀への信頼を揺るがせたことで、今後の金融政策の効果に悪影響が出る懸念されている。

⁴⁴ 内閣府は平成 13 年 3 月の「月例経済報告」で、デフレを「持続的な物価の下落」と定義(従来は、「物価の下落を伴った景気の低迷」と定義)し直しうて、「現在、日本経済は緩やかなデフレ状態にある」と公式に表明した。

⁴⁵ 日銀は、1990 年代の物価下落の要因として、技術革新や流通合理化、内外価格差の是正があったとし、「需要の弱さに由来する物価低下」と分けて考えていた(日本銀行調査統計局「わが国の物価動向--90 年代の経験を中心に」『日本銀行調査月報』2000 年 10 月号, 2000.10, pp.47-138.)。