

金融危機で変貌を余儀なくされた金融政策

河村小百合

かつて、中央銀行の金融政策運営と

いえば、景気が悪くなれば、金利を下げて経済活動を刺激し、物価も上がるように促し、逆に景気が過熱してインフレが進むことになれば、金利を上げて活発過ぎる経済活動や上がり過ぎた物価を抑えにかかる、というのが普通だった。日本でも少なくとも一九九〇年代の初め頃までは、「金利」とはときによつては結構高い水準になることもあるものだった。一定の年齢層以上の方であれば、銀行や郵便局に預ける定期貯金に六%や七%、それ以上といった、今ではおよそ考えられない金利がついていた時代が、二十数年ほど前に

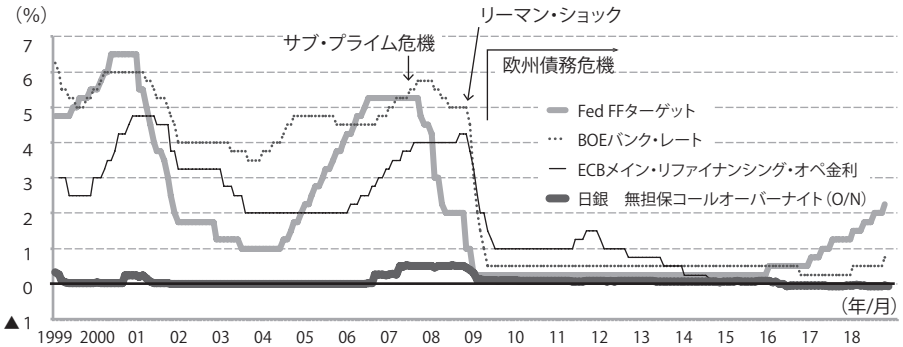
はあったことをご記憶だろう。

ところが今では、金利水準はほぼゼロ%かその近辺の状態が長期化し、近年はマイナス金利まで導入されている。今の時代の若者世代にとっては、生まれてこのかた、「金利」とは一貫してそうしたごく低い水準にあるものでしかない。日銀が経済情勢をみて政策金利を上げ下げする、というような話も減多に聞かれなくなって久しい。代わりに、日銀の金融政策といえは、国債を年間何十兆円、ETF（指数連動型市場投資信託）を年間何兆円買入れるの入れないの、といった話ばかりになってしまっている。世間一般にとつては、

こうした様変わりした金融政策が今、そして将来、どのような意味を持つのか、相当にわかりにくくなってしまっているのが実態だろう。

他の主要中央銀行の近年の政策金利の推移をみても（図表1）、総じて日銀と似たような状況に陥っていることがわかる。米連邦準備制度（FED）のみは二〇一五年末に実に九年半ぶりの利上げに転じ、一六年末以降一八年九月まで、ほぼ三か月ごとに〇・二五%ポイントの利上げを行っているが、イングランド銀行（BOE）が二〇〇八年の金融危機以降これまでに行つた利上げはまだ二回のみで、欧州中央銀行（ECB）も二〇一二年以降は利上げ方向での動きはない。世界全体の超低金利状態が長期化しているのだ。いったい、日銀、そして他の主要国をも含めた中央銀行の金融政策運営は、いつからこのよう

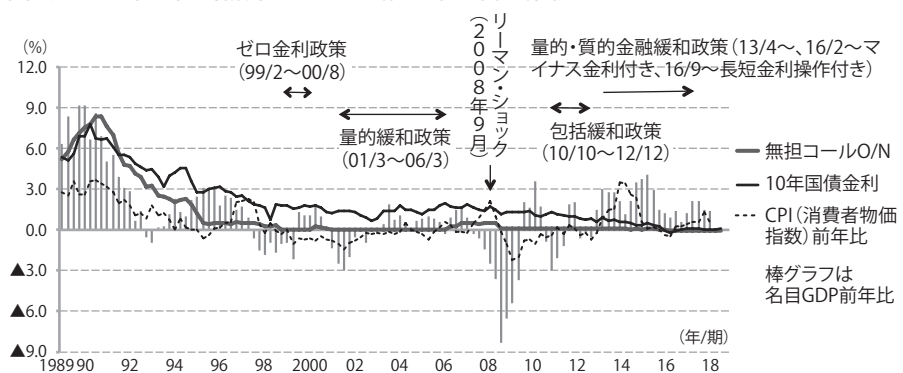
図表1 日米欧の主要中央銀行の主な政策金利の推移



(資料) Datastreamを基に作成

(原資料) Federal Reserve, Bank of England, European Central Bank, 日本銀行

図表2 日本の経済情勢と日銀の金融政策運営の推移



(資料) Datastreamのデータを基に日本総合研究所作成

(原資料) 日本銀行、総務省統計局、内閣府

(注) CPI 前年比には消費税率上げの影響を含む

に様変わりしてしまったのか。
 (注1) ただし、二〇一七年九月は利上げ
 なし

1 「ゼロ金利制約」に直面した
 中央銀行

話は一九九〇年代後半の日本にさ
 かのぼる。八〇年代末のバブル崩壊
 によって不良債権問題が深刻化し、
 主要な民間金融機関が相次ぎ経営破
 たんするなど金融危機状態に陥って
 いた。この頃、日銀は政策金利であ
 る無担保コールオーバーナイト(翌日)
 物の金利を引き下げ、危機の収束を
 図った(図表2)。速水優総裁時代の
 一九九二年からは、政策金利を当時、
 引き下げ可能な限界と考えられてい
 たゼロ%にするという、当時として
 は前代未聞の「ゼロ金利政策」を採
 用した。二〇〇〇年八月にはこれを

一旦解除したが、景気はその後再び落ち込む結果となったため、二〇〇一年三月からは、政策金利を再度、ゼロ％に誘導するとともに、「量的緩和政策」と呼ばれる国債の大量買い入れを開始したのである。

本連載の第二回で説明したように、中央銀行はそもそも、短期金融市場に資金供給オペ（例えば国債等の債券を民間銀行から買い入れる見返りに資金を供給するオペ）や、資金吸収オペ（例えば国債等の債券を民間銀行に売り戻す見返りとして資金を吸収するオペ）を実施して、民間銀行等が行う短期金融市場取引につき金利が下がるように、ないしは上がるように誘導し、政策金利である短期金利を上げ下げしてきた。当時、短期金利の下限はゼロ％と考えられており、実際にゼロ％に達したところどころから中央銀行が資金供給オペを行って

も金利はそれ以上、下がりがやがやない。一九九〇年代末以降の金融危機のさなか、こうした「ゼロ金利制約」に中央銀行として世界で初めて直面することになった日銀は、もはや打つ手は残されていないと諦めてしまわず、中央銀行としては未経験・未知の領域ながら、まだ金融政策運営上やれることがあるのではないかと考え、世界で初めての試みである量的緩和に踏み切ったのである。

2 金融政策でなぜ景気を刺激できていたのか

ここで、中央銀行が政策金利を上げ下げすることによって、どのような経路で景気に影響を及ぼすことができていたのかを確認しておこう。

国全体の銀行システムは、中央銀行である日銀を頂点に、その下にメガバンク、地方銀行などが枝分かれしてぶ

ら下がる形で構成されている。このうち、日銀と直接当座預金取引を行い金融調節のオペレーションの相手方となるのは、メガバンクや地方銀行、信用金庫であれば主に本店などで、信用組合などの協同組織金融機関であればその中央機関（全国信用協同組合連合会や労働金庫連合会、農林中央金庫等）である。^(注2) それらの下には、銀行や信用金庫であれば各々の支店がぶらさがり、全信組連の下には各信用協同組合が、労金連の下には各労働金庫が、農林中金の下には各農協などが、さらに支店などの形で枝分かれして数多くぶらさがっている。そしてこれらの支店などが中心となって、日本全国の現場での金融仲介業務（企業や家計向けの貸出や預金の受け入れなど）を担っている。

こうした銀行システムのもとで、日銀が短期金利を引き下げ誘導しようと、民間銀行の本店などを相手方に金融調

節オペレーションを行って資金を供給すれば、短期金融市場で行われる取引につく短期金利が下がり、その効果は枝分かれした銀行システムにより広く世の中に伝播^{でんぱ}していく。具体的には、銀行の支店などが家計や民間企業向けに実行する貸出が増加して、設備投資や住宅投資が増えて経済活動全体が活性化するように後押しするのだ。金利がプラスの状態にある通常の世界では、国内外を問わず、民間銀行がこのように企業や家計向けに実行する貸出の全体の伸びは、おおもとの日銀が各銀行の本店などに向けて供給する資金の伸びよりはるかに大きくなることが知られている。銀行システム全体が、次々と枝分かれしていく形状で構成されていることからすれば、この点は感覚的にも理解しやすいのではないか。

深刻な金融危機の影響がまだ尾を引いていた二〇〇一年頃、「ゼロ金利制約」

に直面した日銀は、短期金利をゼロ%よりさらに低くは下げられなくとも、オペレーションで短期金融市場にこれでもかと巨額の資金を供給すれば、その効果が各民間銀行の本店などから支店などを通じて拡大し、市場でプラスの金利がついているときと同様に、企業や家計向けの貸出が増え、経済活動を押し上げられるかもしれないと考え、ゼロ金利下での量的緩和に踏み切ったのだ。これは、世界で初めて試みられた実験的な金融政策であった。

(注2) 本連載第一回の図表2(日銀の当座預金取引先の相手方の業態別内訳)を参照

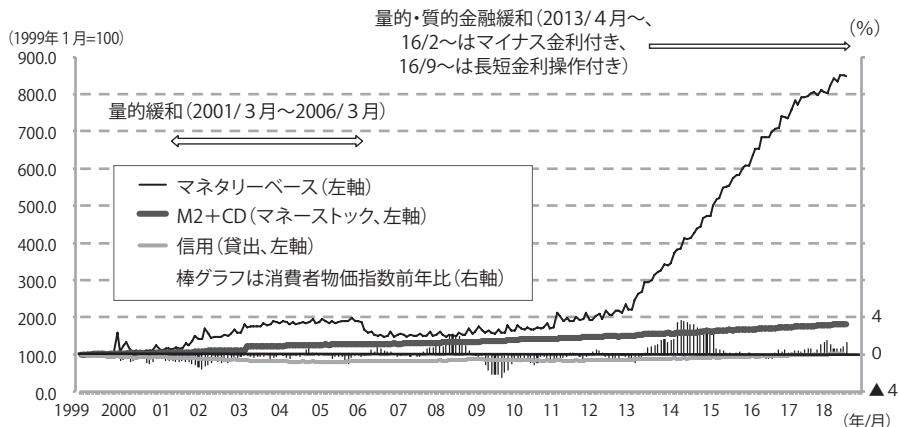
3 量的緩和の効果の現実

では、二〇〇一年三月から二〇〇六年三月までの五年間にわたって行われた量的緩和の効果の現実はどのようなものだったのか。

図表3は、一九九〇年代末からの日本のマネー関係指標を指数化した推移を示したものだ。このうち「マネタリーベース」(細線)は日銀が短期金融市場でオペを通じて民間銀行に直接供給した資金の残高に、銀行券の発券残高を加えたものを表す。「信用」(薄太線)は、民間銀行から企業や家計向けの貸出の残高のことだ。「M2+C D」は「マネーストック」とも呼ばれ、民間銀行がわれわれ顧客から受け入れる預金等の残高を示すものであるが、企業や家計向けの貸出は、ひとたび実行され、設備投資などの資金として使われることになれば、回り回っていずれかの民間銀行の預金として戻ってくることになるため、民間銀行全体として大きく捉えれば、貸出が増えれば預金も同じように増える筋合いのものである。

金利がプラスの状態にあったかつての時代には、中央銀行が民間銀行等を

図表3 日本のマネタリーベース・広義マネー・信用(1999年1月=100)と消費者物価指数前年比の推移



(資料)日本銀行時系列統計データを基に日本総合研究所作成
 (注1)マネタリーベース、M2+C D、信用(貸出)は1999年1月=100として指数化。消費者物価のみは前年比で、2014年4月の消費税率上げの影響を含むベース
 (注2)M2+C Dは連続する統計がないため、2003年4月時点の旧統計ベースの指数(1999年1月=100とすると111.2)が一致するように新統計を接続して表示
 (注3)貸出金は国内銀行銀行勘定と信託勘定の合計

相手に供給するマネタリーベースの量を増やせば、言い換えれば、短期金融市場にオベで資金を供給して短期金利を引き下げ誘導すれば、それとともに、マネタリーベースを大きく上回る形で民間銀行による貸出(図表中の「信用」)やマネーストック(同じく「M2+C D」)が伸び、経済活動を刺激することができていた。これは日本に限らず、各国を通じて共有されていた経験で、金融政策運営の基本を支えるメカニズムと

なっていた。ところが図表3が示すように、金利がゼロ%にまで低下したもつで、日銀が量的緩和によってマネタリーベースを大幅に増加させても、民間銀行の貸出や、貸出が還流する形で戻ってくる預金(マネーストック)は、金利がプラスであった時代のように伸びることはなかった。金利がプラスの時代と同じ動きをするのであれば、指数化したマネーストックや民間銀行の貸出は、同じく指数化したマネタリーベースを大きく上回って推移するはずであったのに、上回るどころか大きく下回る結果になってしまったのである。民間銀行の貸出が伸びない以上、社会全体の経済活動が活発化することも物価が上がることもなく、その後、日本ではデフレ状態が長期化することになった。その後の専門的な実証分析などを通じて、二〇〇一〇六年の日銀の量的緩

和には、流動性の供給を通じて金融危機を収束させるうえで効果はあった^(注3)ものの、实体经济や物価の押し上げにはほとんど効果はなかった、という理解が一般的になっていた^(注4)。この点は、この時期に日本で生活していた私たち国民の、景気や物価動向に関する肌感覚とも合致するものといえよう。そして白川総裁時代までの日銀も、量的緩和の効果に関するこうした評価や理解を受け入れつつ、以降の金融政策運営を組み立てていたのである。月二兆円程度の長期国債買い入れを行っていたときもあったが、金融調節の目標は従前どおり短期金利のままであった。

中央銀行が民間銀行向けに供給するマネタリーベースをいくら増やしても、金利がプラスの時代のように、民間銀行から市中の企業や家計向けの貸出が伸びることはない」というのは、日銀が世界で初めて、ゼロ金利制約下で量的緩和政策を試みてみて初めてわかったことだったのである。

(注3) 金融危機時には、金融機関同士が相互不信状態に陥るため、市場で資金不足者と資金余剰者が効率的に取引することは難しくなり、通常時よりもはるかに多くの資金(流動性)が必要になることによる。

(注4) ただし、やや細くなるが、日銀が多額の国債を買い入れる量的緩和と合わせて実施していた「時間軸政策」(海外では「フォワード・ガイダンス」と呼称することもある)には、景気を下支えするうえで一定の効果があったとみられている。時間軸政策とは、政策金利である短期金

利をゼロ%といった超低水準に維持する状態を、現在のみならず将来にわたる一定の期間、継続することを約束する政策のことである。

4 黒田日銀の当初の受け止め方

日本ではその後、民主党政権時代や二〇一一年の東日本大震災を経て、一二年末の総選挙で自民党と公明党が連立で政権に復帰し、第二次安倍晋三政権が発足した。そして白川前日銀総裁は任期をわずかに残して辞任し、黒田東彦氏が新たな日銀総裁に就任することになった。黒田氏は二〇〇〇年代の日銀の経験から得られた量的緩和の効果の評価を素直に受け止めることはせず、一三年三月の国会での所信聴取では「それまでの日銀の金融緩和の度合いが足りなかったから、日本はデフレから長年、脱却できなかった」、「白らが日銀総裁に就任すれば、二%の物

価目標を、二年程度で達成することをめざし、大胆な金融緩和を実施する」と述べている。

日銀は同年四月から「量的・質的金融緩和」を開始した。これは、黒田総裁の「マネタリーベースを大幅に増加させれば物価は上昇する」とのかねてからの持論に基づくもので、日銀はこの時点から、金融調節の目標を、白川総裁時代までの短期金利（政策金利）から、日銀が民間銀行相手に供給する資金量であるマネタリーベースに変更するという、「マネタリーベース・コントロール」を採用した。黒田総裁は、一三年四月の記者会見で、「量的緩和の意味として、「マネタリーベースや長期国債等の保有額を二年間で二倍に拡大し、二年間で二%の物価目標を達成する」と述べている。さらに「質的緩和として、株式市場等の資産価格に働きかけるために、白川総裁時代から

細々と行っていたETFやJ-REIT（不動産投資信託）の買入れを、それぞれ大幅にペースを引き上げて実施することにした。ところがその後の日本経済の実際の推移は図表3が示すとおりで、貸出やマネーストック（預金）の伸びが高まることもなく、物価が伸びたのも最初の一年間のみでそれ以降は低迷状態が今日に至るまで続いている。要するに、国全体を巻き込むこれだけ大掛かりな金融政策の実験を行っても、効果の面では、二〇〇〇年代の量的緩和時とあまり大きくは変わらないう結果を確認できるのにとどまっているのである。

5 海外主要中銀もゼロ金利制約に直面

海外に目を転じてこの間の動きをみると、日銀が二〇〇六年に量的緩和を解除した二年後の二〇〇八年にはリ-

マン・ショックが発生し、今度は世界全体が金融危機に直面することになった。そして欧米の主要な中央銀行もたちまち、政策金利を引き下げたくてもそれ以上は引き下げられないという「ゼロ金利制約」に相次いで直面することになった（前掲図表1）。では彼らは、それに先立つ二〇〇〇年代の日銀の量的緩和による経験をどのように受け止めつつ、自分たちの手による新たな領域の金融政策を組み立てていったのか。実際には、彼らが採った考え方や未踏の領域に踏み込む際の政策運営のアプローチは、黒田日銀が「量的・質的金融緩和」のもとで採ってきたものとは極めて対照的なものだった。

次回以降は、まず、米国の連邦準備制度から順に、金融危機以降の主要中央銀行の金融政策運営を順にみていくこととしたい。

（株）日本総合研究所調査部上席主任研究員