

# 金融政策の正常化について

## — 異例の政策の評価をふまえて

大阪経済大学経済学部教授(元日本銀行金融研究所長) 高橋 亘

日本銀行は3月19日にマイナス金利等で代表される金融政策としては異例な政策(非伝統的な金融政策)の多くを止めました。植田総裁はこの際、「ふつうの金融政策」に戻ると述べ注目されています。日本銀行は99年2月に金利をゼロとするゼロ金利政策を開始し異例な政策を始めました。3月の政策変更は、今後金利をプラスの領域に上げていく金利のある世界への回帰への第一歩であり、日本は約四半世紀ぶりに金融政策の正常化に動いたといえます。

本稿ではこれを機会にあらためて過去四半世紀の異例な金融政策を振り返り、筆者なりの評価を与えます。これまでの政策が必ずしも十分な成果をあげたわけではないことなどや、「正常化」についての見逃されがちな論点も指摘していきたいと思います。

### 3月19日の 金融政策の変更

日本銀行は3月19日に金融政策を審議する金融政策決定会合で、日本銀行が銀行から預かる当座預金の一部にマイナス金利(0・1%)を適用するマイナス金利政策を廃止したほか、短期金利に加えて長期金利をコントロールするイールドカーブ・コントロール、<sup>\*2</sup>ETN、<sup>\*3</sup>IREITなどのリスク資産の購入の停止などを行うことを決定しました。日本銀行は99年2月のゼロ金利政策以来、**図表**のように多くの異例の金融政策を実施してきました。これらは「非伝統的な金融政策」ともいわれ、リーマンショック(08年9月)以降、一時期は世界の中央銀行の共通のものとなってきましたが、すでに多くの国では停止されてきています。日本銀行

の3月の決定は、このうち②、⑤、⑦、⑧を止め、現行は④、⑥が残ることになります(①、③についてはすでに事前に終了)。このうち④は、今では通常(ふつう)の金融政策の一環として考えられているほか、⑥についても、植田総裁は今後はより弾力的に行うとしています。これらは、名称だけでなく専門的・技術的に映りませんが、以下ではなるべくわかりやすく説明することとします。

なお、今回の政策変更は、想定外の円安が生じている以外は、金融経済にも比較的スムーズに受け入れられています。これは、デフレからインフレ的な状況への変化という経済状況の変化に即した適切な決定であったことのほか、2月の内田副総裁の講演などで、政策変更の考え方・手順等を事前についていねいに説明していたことなども背景でしょう。

以下では、図表に沿って、各政策について、概要・効果・問題点などを論じていきます。

### 異例な政策の概要と問題

#### ① ゼロ金利政策(99年2月)

ゼロ金利政策とは、日本銀行が政策金利(金融政策の目標として

コントロールする金利)とするコントロール金利を「きわめて低め」として事実上ゼロとした政策です。コントロール金利とは、銀行間で資金の融通(貸借)を行うコール市場の金利。銀行は顧客の預金引き出しなどで資金不足となると、資金の余裕のある他の銀行等の金融機関からコール市場で資金を借り入れます。この金利がコール金利です。ただ銀行部門全体で資金が不足になったときには銀行間での資金融通で不足を補うことはできません。

このとき唯一銀行からの国債購入などで資金を提供できるのが中央銀行である日本銀行で、日本銀行は独占的な資金供給者であるため、独占的に金利を決定することができず。日本銀行は長らく80年代後半にバブル経済を招いた低金利(2・5%)を史上最低金利としてきましたが、90年代冒頭のバブル崩壊による景気後退のなかで、急速に金利を引き下げました<sup>\*5</sup>。当時経済回復のためには景気後退の主因である不良債権の整理が必要でしたが、その整理が遅れるなかでの利下げの効果はきわめて限定的であり、98年から政策金利となったコール金利は98年に0・25%となり99年には0・15%とした後、ゼロ金利になりました。ゼロ金利

\*1 期間10年の国債金利(流通利回り)。 \*2 株式等を内容とする上場投信。 \*3 国内不動産等を対象とする上場不動産投信。

\*4 無担保オーバーナイト金利(期間1日程度のきわめて短期貸借の金利)。 \*5 日銀が銀行に貸し出しする公定歩合は90年の6%から95年には0.5%まで引き下げられました。

図表 日本銀行の主な「異例の」金融政策

	実施時	政策	主な内容
①	99年2月	ゼロ金利政策	無担保コール金利を事実上0%程度とする政策
②	99年2月	時間軸効果 (フォワードガイダンス)	デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢が展望できるまで現行政策を継続することを約束して長期金利の低下を促す政策
③	01年3月	量的緩和政策	日銀の当座預金残高を目標とすることでゼロ金利政策以上の緩和を行う政策
④	08年10月	当座預金への付利	準備預金額を上回る当座預金(超過準備)に付利(0.1%)することでコール金利を安定させる政策
⑤	10年10月	包括的な金融緩和政策としての リスク資産の買い入れ	リスク資産(ETF、J-REITなど)の金利(プレミアム)を低下させる政策
⑥	13年4月	量的・質的金融緩和政策としての 長期国債の大規模な買い入れ	満期までの期間の長い国債を大量購入してマネタリーベースの大量供給と長期金利の低下を促す政策
⑦	16年1月	マイナス金利政策	当座預金(超過準備)の増加額分の一部にマイナス金利(-0.1%)を付利してコール金利をマイナス(-0.1%程度)にする政策
⑧	16年9月	イールドカーブ・コントロール	短期金利のほか、長期金利(10年金利)をコントロール(0%程度)し、金融機関の貸出・運用の利ザヤを確保し、貸出・運用を促す政策

政策の問題は、不良債権による経済悪化には本来ゼロ金利政策では解決できないという問題のほか、すべての金融機関への借入金利を信用度にかかわらず一律にゼロとすることにより市場メカニズムが持つリスク評価機能を麻痺させてしまったことです。これは、その後の日本の金融経済のリスク認識の弛緩を生み、筋肉質への体質改善で経済再生を行うべきことの妨げになりました。またゼロ金利では、資金取引の手数料も賄うことが難しくなったため、資金供給が減少しコール市場は機能不全に陥りました\*。

### ② 時間軸効果 (99年2月)

ゼロ金利政策時に行われたのが、ゼロ金利をデフレ懸念が払拭できるといって一定の条件が満たされるまで継続するということを約束した時間軸効果といわれる政策です\*。この政策は低金利が将来も続くという期待から、短期金利の将来の期待の影響を受ける長期金利の低下をもたらし、現在、このような期待を通じた政策はふつう(正規)の政策の一つとされています。日本銀行ではこれまで、「2%の物価目標を達成してもなおしばらくは継続させる」という強い

### ③ 量的緩和政策 (01年3月)

量的緩和政策は日本銀行の当座預金残高をゼロ金利政策の時期以上に増加させ政策目標とする政策であり、目標額を増額させることで緩和姿勢の強化を示す政策です。一般企業が銀行の当座預金に必要な最低限の預金をおき、一時的に不足すれば銀行からの貸し出しでそれを補うように、日本銀行の当座預金も本来は最低限の残高が維持され、不足が生じれば中央銀行が需要に応じて資金を供給し、その過程で金利をコントロールするのが基本でした。このように需要が

\*6 このため、その後は短期金融市場の機能不全を回避するため、ゼロ金利政策でも0.1%程度の金利を維持することとなりました。  
\*7 これはのちに欧米でフォワード・ガイダンスと命名され定義しています。

供給に先導するのに対し、量的緩和政策は供給先導の政策です。日銀は、当座預金を積み上げ、これが銀行の貸し出しに向かうことを期待しましたが、その効果は限定的でした。銀行が期待どおりには貸し出しを増加させなかったのは、

原資が不足していたのではなく企業からの借入需要がなかったからで、日銀から資金を供与されても貸し出しは増加しません。ただ当初は金融不安が残存することから銀行も将来不安からゼロコストであれば予備的に当座預金を積み上げました。量的緩和政策は金融不安を緩和することには役立ちましたが、景気回復効果は限定的でした。その後、世界経済の好転に伴う景気回復のもとで金融不安の解消から当座預金の積み上げ需要も減少し、日銀は景気回復によるデフレ解消を背景に量的緩和政策を終了しました。

量的緩和政策のもう一つの問題は、金利政策には、経済理論に基づくルールが存在したのに対し、当座預金目標の増減にはそうしたルールがなく恣意的な政策となりがちなことです。実際、福井総裁の時代には目標額は逐次青天井のように増額されました。金融緩和政策とは、金利低下とそれに量的増

加圧力が伴うことで効果を発揮しますが、金利低下が欠落する政策の効果は理論的にも効果は限定的です。

#### ④ 当座預金への付利（08年10月）

大規模な金融緩和に続き、リーマンショック（08年9月）以降、中央銀行が大量の資金供給を行ったため、銀行部門に大量の余剰資金（余資）が生じることが常態化し、コールレートに常に低下圧力が生じるようになりました。こうした状況で、金利の不安定な低下を防いだのが、それまでゼロ金利であった中央銀行当座預金へのプラスの金利の付利でした。銀行にとって余剰資金の運用先はコール市場でしたが、日銀の当座預金が付利されれば、それも代替的な運用先となります。日銀当座預金の金利が0・1%であれば、コールレートが0・1%を下回れば、銀行の余裕資金は日銀当座預金に集中するため、コール市場金利も0・1%以上となり、金利も安定します。従来の短期金利の決定は、短期資金の過不足を利用して行われてきましたが、当座預金への付利は、余剰資金が常態化する時代のコール金利決定方法となっており、いまでは正規（ふつう）の政

策手段となっています。

#### ⑤ リスク資産の買い入れ（10年10月）

中央銀行は、銀行等から国債等のリスクのない資産を購入し資金を供給するのが原則です。一方リーマンショック以降、リスク回避が強まり、リスク資産の金利等が上昇し、投資や企業金融への悪影響が懸念されました。こうしたリスクを緩和するため、日本銀行は「[可]」や「[充可]」などの上場投資信託を購入しはじめました。中央銀行がリスク資産を購入しないのは、銀行券を発行する中央銀行の財務の健全性維持のほか、投資信託の購入でも、特定の民間企業との関係が生じるためです。中央銀行が個別企業の経営に関与することは望ましくはありません。また、いったんリスク資産を買い支えるのと、購入を停止・売却すれば資産価格の下落を招き解消が難しくなるという問題もあります。

#### ⑥ 長期国債の大規模な買い入れ（13年4月）

黒田総裁時代の量的・質的金融緩和政策の中心的政策です。中央銀行の国債購入は金融市場の資金不足額に応じた必要最低額、また

購入対象は長期金利に影響が小さい短期国債中心であることが自由で活発な市場形成のための原則であり節度とされてきました。黒田日銀は、あえてこの原則を破り大量の資金供給と長期金利への直接的な影響を行いました。ただその結果は、銀行に大量に資金が供給されたものの銀行貸出の増加はきわめて限定的でした。一方大量の国債購入と国債の利払い費の減少は、財政規律を緩めました。景気回復策として財政支出の拡大は重要ですが、財政規律の弛緩のなかで国民の福祉の向上や医療体制の改善、地震対策など本場に必要なのは「ワイルドスベンディング」となるとは思えません。一定の景気拡大効果はあったものの、副作用も大きかった政策といえるでしょう。

#### ⑦ マイナス金利政策（16年1月）

黒田日銀の質的・量的金融緩和が期待どおりの成果をあげないなかで、その強化として導入されたのがすでに欧州で先例のあったマイナス金利政策です。マイナス金利は、日銀当座預金の増加分の一部に適用されるにすぎませんが、裁定からコール金利もマイナスとなり、また緩和期待の強まりから想定以上に長期金利を低下させま

\*8 正確には、当座預金のうち所要準備額を上回る超過準備に付利。

\*9 正確には超過準備の増加分。

した。欧州の銀行は市場からの調達が多くマイナス金利は銀行の調達金利の低下を招きましたが、日本では資金調達は、マイナス金利適用ができない預金への依存が大きく、このためマイナス金利では、長期金利に連動して貸出金利が低下する一方で調達金利は低下しないため銀行収益の悪化を招き、銀行の貸し出しに抑制的に働くという、金融緩和とは逆効果の状態が生じました。このためこの状態の是正が急務となりました。

### ⑧ イールドカーブ・コントロール (16年9月)

短期金利と長期金利の関係を示し両者をつなぐものはイールドカーブといわれますが、マイナス金利政策の欠点を是正し、短期金利(▲0・1%)に対して長期金利を高め(0%前後)にして、銀行等の利ザヤを確保し貸し出しや運用の促進を狙ったものがイールドカーブ・コントロール政策です。日本銀行は、短期に加えて長期金利のコントロールの能力もある程度優れていましたが、長期金利は市場の期待で決定される力が強く、日銀の能力にも限界がありました。実際、22年以降の世界的な長期金利の上昇による国内金利の上昇圧

力の増加によって長期金利のコントロールは難しくなり、許容変動幅の拡大などの実質的な骨抜きを経て、イールドカーブ・コントロールは終焉を迎えました。

### 異例な金融政策の総括的評価 (経済的背景から考える)

異例な金融政策が行われた過去25年間の経済状況を振り返ると、ゼロ金利政策が行われた90年代後半は、90年代初頭のバブル崩壊の悪影響に支配された時期でした。しかし、2000年代前半に不良債権問題に目途がつき、それでもなお経済停滞が深刻化したのは、底流としてあった総人口、労働人口の減少という根本的な構造問題が顕在化したことによるものです。労働人口の減少は生産面で成長低下を招き、総人口減少は需要面の減少を導きます。加えて高齢化は財政負担を増加させます。バブルの後遺症の対策も、人口問題への対策も相応の規模と時間を要する構造的な問題であり、金融政策のみで対応できるものではありません。四半世紀にわたる異例の金融政策が期待された成果をあげられなかったのは当然といえます。この間、時代を支配したデフレを解消すればすべての問題が解決す

るといふ政策思想は全く不適切であったといえます。

金融政策の使命は、経済の成長力が回復すれば、それを持続させるために物価の安定により景気の振幅を小さくし、持続的な成長を支えることです。日本銀行は、過去25年の異例な金融政策をレビューし、おそらくそのプラスの面も評価したうえで総括すると思えますが、それを契機に過去の政策と決別して、金融政策の本来の使命を達成する「ふつうの金融政策」へ回帰することが期待されます。ただ現在のインフレ到来が、必ずしも景気回復によりもたらされたものとはいえないだけに、当面は慎重な対応が求められます。

### 残された課題(本当にふつうの金融政策に向けて)

日本銀行は、ふつうの金融政策に回帰すれば、2%のインフレ目標を短期金利の操作によって行うこととなります。インフレ目標についても英国等にならって、中長期の安定目標として弾力的に運営していくことと思われま

す。ただインフレ目標政策として欧米等と異なるのは、

財政政策との関係です。欧州・英国等のインフレ目標の採用国ではインフレ目標政策は財政均衡とのパッケージの政策です。これに対してわが国ではインフレ目標の採用(13年)以降も財政支出・赤字は増加し続けており、基礎的収支の均衡も先送りされてきました。財政赤字の拡大は、当該年のインフレ上昇を起さなかったとしても、国債残高の累増により、利払い費の増加抑制など金融政策へ制約となるほか、民間企業が政府からの補助に過度に依存するなど経済体質を悪化させます。これはインフレ目標を導入した英国が英国病という歴史から学んだ教訓でした。日本経済の再生のためには、経済全体が規律を持ち自律的になるような体質改善が重要です。金融政策が「ふつう」に戻るためには、財政規律などの回復など経済全体の規律と自律の回復が必要と思われま



高橋 巨 (たかはし わたる)

大阪経済大学教授、神戸大学経済経営研究所リサーチフェロー。1978年日本銀行入行。国際局審議役、金融研究所長。Oxford大学経済学修士。東京女子大学、東京大学公共政策大学院、京都大学公共政策大学院、政策研究大学院大学(GRIPS)講師、慶応義塾大学経済学部教授、神戸大学経済経営研究所教授を経て、2013年より現職。専門分野は、中央銀行制度、金融論。