

9 長期不況と金融政策・為替レート・銀行信用

深尾光洋

要 旨

日本経済が1990年代に長期不況に陥った最大の原因は、95年ころからGDPデフレーターがマイナスになった結果、金利政策が有効性を弱めたためだと考えられる。95年に円相場が1ドル80円を超える円高になり、経済全体の物価であるGDPデフレーターがマイナスになったころから、日本経済がデフレスパイラルに落ち込む危険性があった。金融緩和が後手に回るとデフレが加速して行く。日本銀行は金利をゼロ以下に引き下げることはできないため、デフレの加速は実質金利の上昇を引き起こす。いい換えれば、デフレで借り手の所得が減っていくため、負債の元利返済の負担が高まり、景気をさらに悪化させるのである。

95年の円高に対応して、日本銀行は短期金利を2.5%から一気に0.5%まで引き下げた。同時に財政面でも、強力な刺激策が採用され景気は回復を見た。97年春には、4月からの消費税引き上げ前の駆け込み需要もあり、日本経済は回復軌道に乗るかに見えた。

しかし97年夏になると駆け込み需要の反動と、財政再建により景気は停滞気味になり、さらに同年11月には、三洋証券、北海道拓殖銀行、山一證券の連鎖破綻が発生した。多くの論者は、当時の橋本政権による財政再建路

線が、日本経済を悪化させたと指摘している。たしかに、消費税の増税、所得税減税の停止、社会保障負担の引き上げが、景気にマイナスに働いたことは事実である。しかし97年末から98年前半に掛けてのきわめて急激な景気の冷え込みは、金融不安によって引き起こされたクレジットクランチ（急激な銀行貸出の縮小）が最大の原因である。この金融収縮は、98年の日本長期信用銀行、日本債券銀行の破綻でさらに悪化し、99年3月の公的資本注入でようやく落ち着きを取り戻した。

バブル経済崩壊後の長引く不況とデフレ経済から脱出するため、日本銀行は2001年3月、金融政策の操作目標をそれまでのコールレート（無担保コール翌日物金利）から、資金量である日銀当座預金の残高に変更するという政策の大転換に踏み切った。また、2003年から04年にかけての巨額のドル買い円売り介入による円安誘導、中国の景気過熱による中国向け輸出の急拡大も日本の景気回復に大きく寄与した。この結果2005年になると、全国の消費者物価指数（生鮮食料品を除く）は10月に前年比0.0%とマイナスを脱し、その後もプラスが続くようになった。このため06年3月9日の金融政策決定会合で、日本銀行は量的緩和政策を解除した。量的緩和を解除した後、日本銀行が金融政策をどう運営するかに注目が集まっていたが、「物価の安定」についての考え方を明確化し、政策委員が中長期的に見て物価が安定していると理解する物価上昇率を0%から2%の間のバンドとして示した。

金融政策運営の最も重要な目標は、日本経済の安定した成長を維持することである。賃金・物価の安定はそのための必要条件であるので、日本銀行は金融政策で物価の安定を維持する必要がある。

日本銀行はこれまで物価の安定が金融政策の最大の目標であることを繰り返し表明してきているが、目標とする物価上昇レンジを明確に設け、金融政策の目標を明確化することは大きな意義があると考えられる。日本はインフレ率が低すぎる状態にあり、過去にインフレターゲットを導入した国とは状況が異なるが、物価安定の目標について政府・国会とのコンセンサスを作っておくことは、将来金利引き上げが必要になった場合における政治圧力を食い止める面でも有効であろう。たとえば、将来政策運営上のジレンマ状態に陥った場合、ずるずるとインフレ率の上昇を容認してしまうことを未然に意

識的に避けることが可能になる。具体的には、景気が過熱しつつあるもとの円高を避けるために金融緩和を続ける場合、将来のインフレ加速をどこまで容認するかについて、明示的な一線を設けておくことは有意義であろう。

本稿は、日本経済研究センター金融班が1999年以降、今日まで行ってきたマクロ経済の分析結果に大きく依存している。とくに第3節と第4節については秋山英樹氏、磯部直昭氏、岩淵正明氏、第5節については野口美樹氏、南里光一郎氏に深く感謝したい。

1 はじめに

日本経済が1990年代に長期不況に陥った最大の原因は、95年ころからGDPデフレーターがマイナスになった結果、金利政策が有効性を弱めたためだと考えられる。筆者は、95年に円相場が1ドル80円を超える円高になり、経済全体の物価であるGDPデフレーターがマイナスになったころから、日本経済がデフレスパイラルに落ち込む危険性について、強い懸念をもっていた。金融緩和が後手に回るとデフレが加速して行く。日本銀行は金利をゼロ以下に引き下げることができないため、デフレの加速は実質金利の上昇を引き起こす。いい換えれば、デフレで借り手の所得が減っていくため、負債の元利返済の負担が高まり、景気をさらに悪化させるのである。

95年の円高に対応して、日本銀行は短期金利を2.5%から一気に0.5%まで引き下げた。同時に財政面でも、強力な刺激策が採用され景気は回復を見せた。97年春には、4月からの消費税引き上げ前の駆け込み需要もあり、日本経済は回復軌道に乗るかに見えた。

しかし97年夏になると駆け込み需要の反動と、財政再建により景気は停滞気味になり、さらに同年11月には、三洋証券、北海道拓殖銀行、山一證券の連鎖破綻が発生した。多くの論者は、当時の橋本政権による財政再建路線が、日本経済を悪化させたと指摘している。たしかに、消費税の増税、所得税減税の停止、社会保障負担の引き上げが、景気にマイナスに働いたことは事実である。しかし97年末から98年前半にかけてのきわめて急激な景気の冷え込みは、金融不安によって引き起こされたクレジットクラッシュ（急激な銀行貸出の縮小）が最大の原因である。この金融収縮は、98年の日本長期信用銀行、日本債券銀行の破綻でさらに悪化し、99年3月の公的資本注入でようやく落ち着きを取り戻した。

バブル経済崩壊後の長引く不況とデフレ経済から脱出するため、日本銀行

は2001年3月、金融政策の操作目標をそれまでのコールレート（無担保コール翌日物金利）から、資金量である日銀当座預金の残高に変更するという政策の大転換に踏み切った。また、2003年から04年にかけての巨額のドル買い円売り介入による円安誘導、中国の景気過熱による中国向け輸出の急拡大も日本の景気回復に大きく寄与した。この結果2005年になると、全国の消費者物価指数（生鮮食料品を除く）は10月に前年比0.0%とマイナスを脱し、その後もプラスが続くようになった。このため日本銀行が掲げてきた量的緩和の解除条件である「消費者物価指数が安定的に0%以上」を一応はクリアし、06年3月9日の金融政策決定会合で、日本銀行は量的緩和政策を解除した。量的緩和を解除した後、日本銀行が金融政策をどう運営するか注目が集まっていたが、「物価の安定」についての考え方を明確化し、政策委員が中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率を0%から2%の間のバンドとして示した。

本稿では、1980年代のいわゆるバブル崩壊後の日本経済の長期不況に関して、主にマクロ金融政策面から分析を加える。本稿の構成は次のとおり。

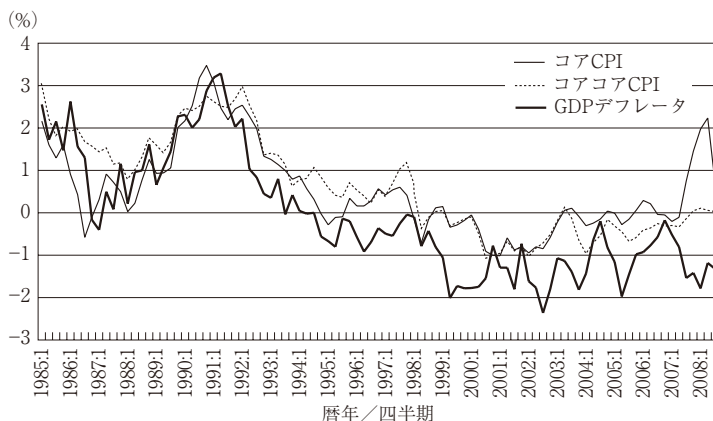
第2節では、景気悪化にともない日本経済がデフレ経済に陥っていった過程を概観し、主に理論的観点からデフレ下の金融政策運営について考察する。第3節では、日本銀行が行った量的緩和政策について、その実態と効果について分析する。第4節では、量的緩和政策解除後の金融政策のあり方について考察する。量的緩和の政策効果を振り返った後、近年、諸外国で見られるインフレターゲット政策などの金融政策目標を概観し、日本銀行は金融政策をどう運営していくべきか、考察する。為替相場変動は日本経済に大きな影響を与えてきた。第5節では、為替相場変動要因を分析するとともに、2003-04年に行われた巨額のドル買い円売り介入の効果を検証する。最後に第6節では、本稿の分析を簡単に総括する。

2 デフレの原因と金融政策の有効性

2.1 物価の動向

日本経済全体の物価動向を観察するには、GDPデフレーターの基調的な動きを見るのが適当である。1997年の消費税引き上げ時を除けば、GDPデフ

図表 9-1 物価の長期動向



注) GDP デフレータ、コア CPI およびコアコア CPI は消費税の影響除去後の前期比年率 3 期移動平均。

資料) 内閣府『四半期別 GDP 速報』, 総務省『消費者物価指数』。

レータは 1994 年末以降、14 年以上も下落を続けた。また継続的に低下幅を拡大してきており、これらを累積すると、1994 年末のピークから 2008 年末までに物価は 14% も低下した（消費税引き上げの影響約 +1 ポイントを除く）。

消費税引き上げの影響を除いた GDP デフレータ、生鮮食料品を除くコア CPI、食料品全体とエネルギーを除くコアコア CPI の 3 つの指標を四半期ごとのデータでみたのが図表 9-1 である。ぶれは大きいですが、傾向的に下落幅を拡大しており、2001 年に入るとマイナス 2% 近くにまで達した。コア CPI については、その後景気の回復にともなって 03 年ごろには下落はほぼ止まり、さらに 2005 年ごろからの資源価格の高騰もあって、07 年から 08 年にかけてかなりの上昇を見た。しかし国内付加価値の物価である GDP デフレータは低下を続けており、デフレ傾向が続いていることがわかる。

この半世紀以上にわたって、先進諸国で現在の日本のような深刻なデフレ経済に陥った例はない。しかし第 2 次世界大戦前には、日本、米国など多くの国が深刻なデフレを経験している。米国は 1930 年代に大恐慌を経験したが、米国が大恐慌から本格的に立ち直ったのは、第 2 次世界大戦が勃発した 1939 年以降のことである。大恐慌時の米国の GDP デフレータは、ピークの

1929年から33年までの4年間で23%と、平均では年6%ほども下落した。その後、ニューディール政策と同国の中央銀行である連邦準備制度による物価引き上げ政策で、恐慌前を10%下回る水準まで回復した。当時の米国経済は農業の生産ウェイトが2割弱と、現在の日本の2%よりも大幅に高く、しかも農産物価格の支持政策が行われていなかったため、農産物価格はピークからボトムまで6割も下落した。このため、米国の23%の物価下落の半分程度が農産物価格の低下で説明でき、農産物以外の物価下落は14%程度であった¹⁾。

2.2 GDP ギャップによるデフレの分析

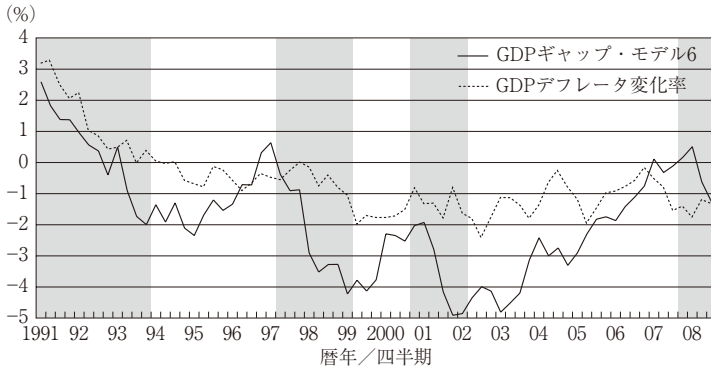
マクロ経済学における賃金や一般物価の傾向的な変動を分析する標準的な方法は、失業率とインフレ率の関係を表すフィリップス・カーブの分析や、フィリップス・カーブを拡張してGDPギャップとインフレ率の関係からマクロの物価動向を分析することである。

この理論では、経済には常に、ある程度の失業者や十分稼働していない資本設備が存在することに注目する。つまり、人的資本や物的資本は、常に100%稼働しているわけではない。人の稼働率が高すぎると、長時間の残業が必要になり休暇も取れない状態になる。設備の稼働率が高すぎると、列車や飛行機の座席がとれず、商品を発注しても長時間待たされることになる。こうした状況では、物価は上昇をはじめ、徐々にインフレ率は上昇していく。

逆に、稼働率が低すぎると、働きたいと望んでも仕事がない状況が続く、企業内にも余剰人員が発生して、人員削減が行われる。設備の面でも稼働しない資本が多くなり、投資も行われなくなる。こうした状況では、インフレ率は徐々に低下していき、ついにはマイナスになる。さらにマイナスのインフレ率が徐々に下方に加速していき、デフレが悪化していく。この2つの状態の中間が、経済全体にとっての1つの均衡稼働率、失業率であるといえる。この均衡失業率のことを自然失業率と呼び、均衡GDP(国内総生産)の水準を潜在GDPとよぶ。この理論では、失業率が自然失業率を上回る状態、ないしはGDPが潜在GDPを下回る状態(デフレギャップの状態)にある

1) この数値は次の計算による。(23% - 60% × 0.2) / 0.80 = 13.75%

図表 9-2 GDP ギャップと GDP デフレータの推移



- 注) 1. GDP デフレータ変化率は、97年の消費税引き上げの影響を除いた前期比年率の3期移動平均。
 2. シャド一部分は景気後退期。
 3. 推計期間は91年1-3月期から08年7-9月期。
 出所) 内閣府『国民経済計算年報』ほか。

かぎり、デフレは徐々に深刻化していく。

筆者は日本経済研究センターの金融班と共同で、GDP ギャップの実証分析を継続的に行っている。なお図表9-2の計測手法と分析結果は、野口美樹[2009]に詳述されている。

バブル景気の余韻があった93年前半まではインフレギャップであったが、それ以降デフレギャップに転じ、GDP デフレータインフレ率も急速に低下した。さらに超円高が発生した95年にはデフレータが低下に転じ、それ以降継続してデフレータの下落が続いている。97年秋の金融危機においてクレジットランチが発生したため、デフレギャップは急激に拡大し、デフレ率も99年から04年までは、平均してマイナス1.5%程度で推移した。しかし03年ごろからの景気回復で、デフレギャップが縮小していき、06年末には、ほぼゼロ近傍に達したが、08年後半には景気の悪化により再びデフレギャップに転じた。

2.3 金融政策と短期金利

デフレ下における金融政策の効果を分析するためには、どのように政策が遂行されているかをまず理解する必要がある。日本銀行のバランスシート、

とくに日本銀行当座預金（以後、日銀当座預金）を理解しておくことが重要である。

まず、日本銀行のバランスシートの資産サイド（図表9-3）は、国債、買入手形、買現先勘定、貸出などから成り立っている。他方、負債サイドには、銀行券、当座預金、政府預金、その他負債があり、また、資本の部がある。日銀当座預金は、銀行や信用金庫、証券会社など金融機関の当座預金で、それぞれの金融機関が日本銀行に小切手を切れる当座預金をもっているのに対応している。日銀当座預金には付利されないが、金融機関の間の貸借は、この日銀当座預金を相互に貸借する形で行われる。これが短期金融市場の取引となる。短期市場金利とは、金融機関が日銀当座預金を短期的に貸借する際の金利であり、日銀当座預金の需給で決まる。

日銀当座預金は金融機関の日々の資金繰りのために使われている。短期市場金利を決める日銀当座預金の需給は、(1)金融機関による現金の出し入れ、(2)金融機関が他の金融機関と行う資金決済、(3)日本銀行とのオペなどの取引の決済、(4)政府との資金決済（国庫金の出納）、に依存している。

銀行など金融機関は日本銀行に当座預金をもっているので、自己宛小切手を日本銀行に持参すれば現金を引き出すことができる。これは一般の預金者が普通の銀行から預金を引き出すのと本質的には同じである。

また、金融機関が他の金融機関と行う資金決済にも日銀当座預金が使われ

図表 9-3 日本銀行のバランスシート

| 日本銀行 | |
|-------|--------------|
| 国債 | 銀行券 |
| 買入手形 | 金融機関 当座預金 |
| 買現先勘定 | 政府預金 |
| 貸出 | その他の負債 |
| | 資本 |
| 資産合計 | 負債・資本合計 |

る。A銀行がB銀行から国債を買った場合には、B銀行がA銀行に国債を振替によって引き渡す一方、A銀行は日銀当座預金をB銀行に振り込む。

日本銀行と金融機関の間でなされたオペなどの決済では、たとえば、日本銀行がA銀行の保有する手形を買い入れると、日本銀行のバランスシートでは資産のうち買入手形が増加し、その代金はB銀行の口座に振り込まれる。

さらに民間銀行と政府との取引を考えると、政府が公共事業を行いD銀行の取引先である建設会社に10億円を支払う場合には、政府預金からD銀行の日銀当座預金に10億円が振り込まれ、それを認識したD銀行が建設会社の口座に10億円を振り込むことで決済が終わる。税金の収納では、納税者がE信用金庫で100万円の税金を支払うと、E信金の日銀当座預金から日本銀行にある政府預金に資金が振り込まれ、E信金は日銀当座預金が100万円減少する。このように、日本銀行のバランスシートにある日銀当座預金は日々変動している。

日銀当座預金の残高は、日本銀行のバランスシートから次の式で表すことができる。

$$\begin{aligned} \text{日銀当座預金残高} &= \text{総資産保有高} - \text{銀行券残高} - \text{政府預金残高} \\ &\quad - \text{その他負債} - \text{資本} \end{aligned}$$

もっと単純には、

$$\text{日銀当座預金残高} = \text{総資産保有高} - \text{資本} - \text{当座預金以外の負債}$$

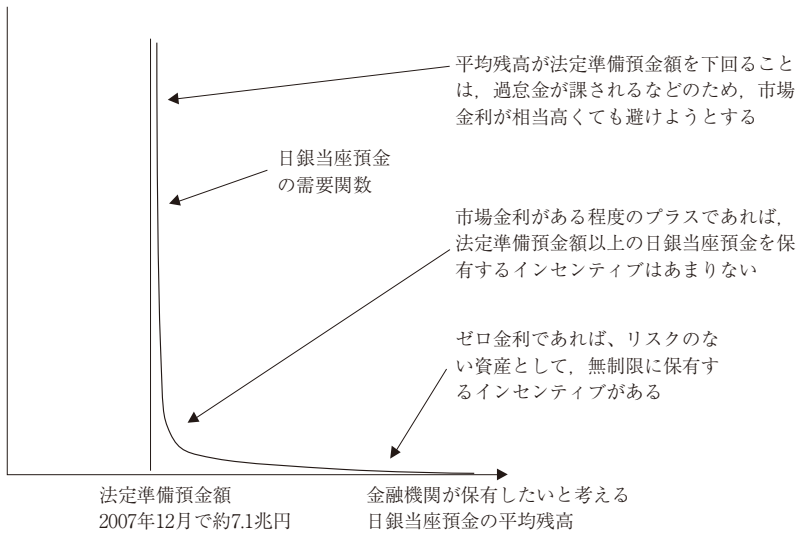
と理解できる。日本銀行がオペで国債を買い入れれば、売った金融機関の日銀当座預金は膨らむ。逆に日本銀行が国債を売りオペすると縮小する。日本銀行は、何かを売ったり買ったりすることで、金融機関が日銀に保有する当座預金を減らしたり増やしたりすることができる²⁾。

ただし、日銀当座預金の需給要因のうち、金融機関が他の金融機関と行う

2) 日本銀行が「オペが札割れになって当座預金を増やせない」と説明したことがあるが、これは0.001%以下の利息の短期国債は買わないという内規をもっていたからである。この内規がなければ、日本銀行は民間から国債などの資産を購入することによって当座預金残高をいくらでも増大させることができる。

図表 9-4 短期金融市場金利と日銀当座預金の関係

短期市場金利



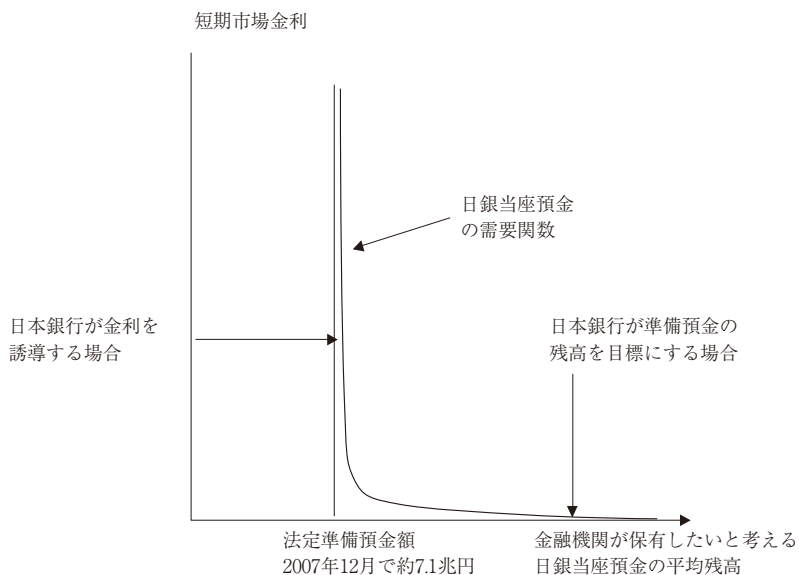
資金決済は、日銀当座預金の総額（残高）には影響しない。日銀当座預金残高は、日本銀行の行動、銀行券需要、政府資金の受払いで決まるもので、金融機関全体としては短期的には動かすことはできない。このため、基本的には、日本銀行はオペにより日銀当座預金全体の残高を決めることができるといえる。

次に日銀当座預金の需要サイドを見てみよう。日銀当座預金は量的緩和で30兆円を超えるところまで膨れ上がったが、量的緩和政策の前は4兆円台であった。日銀当座預金は日々動いているが、準備預金制度によりそれぞれの金融機関は当座預金の平均残高を、最低、預金の0.8%程度を積んでおかななくてはならない。それが約7.1兆円である（2007年12月実績³⁾。

図表9-4のように、縦軸に短期金利をとって、横軸に当座預金残高をとると、その需要関数はほぼ直角双曲線のような形になると考えられる。金融機関は、法定準備額を下回るのは避けようとする。準備預金残高が法定の準備

3) 2007年10月からゆうちょ銀行に対して準備預金制度が適用されたことを主因に、日銀当座預金の需要額は約2兆円増加している。

図表 9-5 日本銀行による短期市場金利の誘導方法

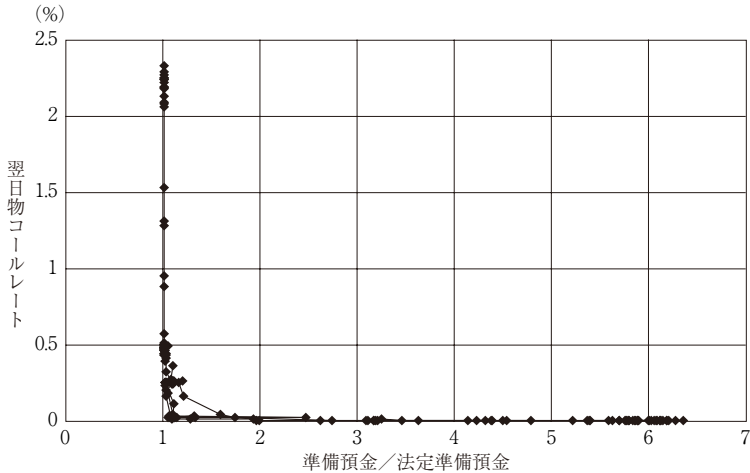


額を下回ると、罰則として過剰金を課され、また資金繰りのミスと見なされ面目失墜ということにもなる。したがって、金融機関は法定準備の残高はなんとか維持しようとする。この結果、日銀当座預金については、法定準備額が下限になるだけの需要が存在する。逆に、金利が下がり、とくにゼロ金利となると、金融機関にとっては、資金を他の金融機関に貸し出しても日銀当座預金に置いておいてもゼロ金利に変わりはなくなる。資金の貸出には相手が金融機関であっても貸倒リスクが存在する一方で、日銀当座預金の保有であれば貸倒リスクはまったく存在しないため、市場金利がゼロに近づくと日銀当座預金の需要は上限なしに拡大しうる⁴⁾。

日本銀行は、当座預金残高をコントロールできるため、この需要関数を使って短期市場金利を決定することができる。需要関数の形は図表 9-5 のとおり非常に傾きが大きいため金利設定には使いにくい関数ではあるが、日本銀行は短期市場金利が意図した水準になるように、当座預金の量をオペによ

4) 量的緩和が実施された当時は、日銀当座預金に対して付利されていなかったため、以下では当座預金の金利はゼロとして説明する。

図表 9-6 準備預金残高と短期市場金利（1994年1月-2007年1月）



注) 準備預金額は、準備預金対象金融機関が保有する日銀当座預金の合計。
出所) 筆者作成（以下出所がない図表はすべて筆者作成）。

り調節すればよい。一方、日本銀行が当座預金の残高を目標とする場合（量的緩和政策では、量が目標になっていた）には、まず量が日本銀行により設定され、金利はマーケットで、たとえば0.001%というように決まることになる。

実際に、この需要関数を、データで見てみよう。図表9-6は、縦軸が翌日物コール金利、横軸は準備預金を法定準備預金で割ったものである。法定準備額は、預金の平均残高によって毎月毎月動いているため、実際の準備預金額が法定額の何%あるかという目で見れば図表9-6のグラフが書ける。データを見ると直角双曲線というよりも直角そのものに近い。

これまで見てきたように、日本銀行はオペにより日銀当座預金を増減させることで、短期金利を誘導して、景気の動向に影響を与えることができる。金融緩和は、金利を低下させて、以下のような経路で实体经济に影響を与える。

第1に、金利が下がると住宅や企業設備などへの投資を刺激する。実質金利の低下が景気を刺激する。ただし、名目金利が低下しても、期待インフレ率がそれ以上に低下すると、利下げは有効ではなくなってしまう。この場合、企業ならば売上見通しが悪化して、借入返済負担がむしろ上昇する。

第2には、株価や不動産などの資産価格を上昇させる。金利が低下すれば将来の賃貸料のキャッシュフローを現在価値に割り引く際の割引率が下がり、不動産価格が上昇する。また、企業の予想収益の現在価値を押し上げ、株価上昇につながる。これも景気に好影響を与える。

さらに、金利が下がれば為替相場は円安に変動する。国内でゼロ金利であれば、外国の高い金利での運用が魅力的になり、外貨で運用する人が増加する。他方、円資産の投資対象としての魅力は低下する。

第3にアナウンスメント効果がある。これは金利の引き下げが、個人や家計の景気回復への期待を醸成することによる効果である。多くの人が先行き景気はよくなるのではないかと思うと、実際に景気はよくなる傾向がある。これは金融政策の大切な効果である。医者が出す薬でも、患者が有効だと信じている場合には、効果が強まることが知られている。これは偽薬効果と呼ばれているが、金融政策でも、日本銀行総裁自身が、「効果は疑問だし副作用もありそうだが政府からの圧力があつたので仕方なくやるのだ」などと説明するような政策では、期待できるはずの効果も実現できなくなる。

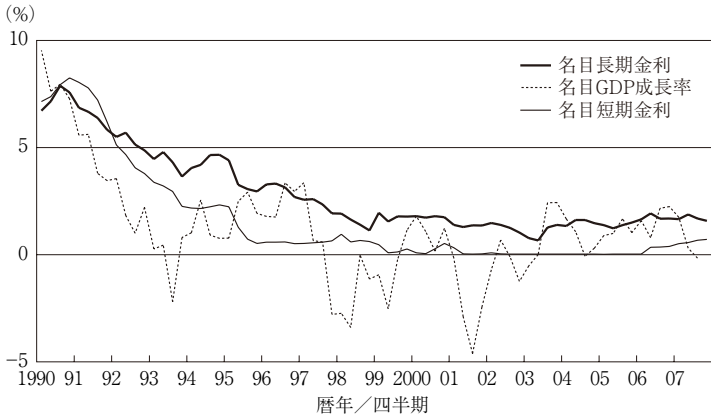
さらに、金利がどんどん低下してゼロ金利に達してしまうと、上記の4つの効果のうち、アナウンスメント効果以外の3つは有効ではなくなってしまう。日本銀行は、1990年代の景気後退のもとで金利を引き下げてきたが、1999年にゼロに達してしまった。

デフレが加速すると、財やサービスの値段が下落し、それにとまって不動産や株価などの資産価格も低下する。こうした状況では、政府が価値を保証している、現金、預金保険で保護された預金、国債などの、金融資産を保有することが有利になる。予想されるインフレ率がマイナスになると、金融資産の実質利回りは上昇する。しかも、この有利性はデフレが加速すればするほど強いものとなる。逆に、借金をして実物資産を購入するのは不利になり、借入による設備や住宅などに対する投資は減少する。

そこで1990年代以降、金利水準がどのように推移してきたかを見ておこう。90年代に入ってインフレ率がプラスからマイナスへと転化するなかで、日本銀行は短期市場金利を下げ続け、95年以降ほとんど1%を下回る水準まで引き下げた(図表9-7)。

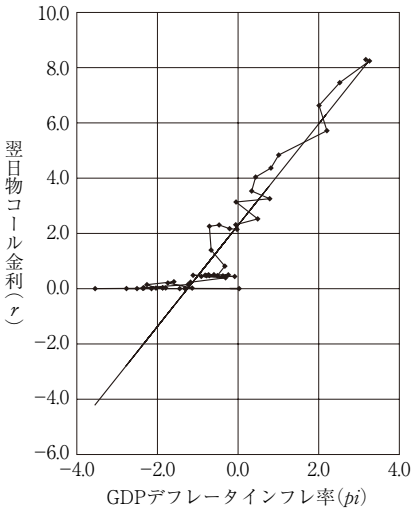
次に市場金利とインフレ率の関係を見てみよう。1990年代以降の日本銀

図表 9-7 名目金利と名目成長率



注) 短期金利は3カ月もの市場金利, 長期金利は10年もの国債金利, 名目GDP成長率は季節調整系列の3期移動平均後前期比年率。

図表 9-8 消費者物価と短期市場金利



単回帰式 1991年1月-1999年1月
 回帰式の計測期間はゼロ金利まで

$$r = 2.210 + 1.800 \times pi + e \quad R^2 = 0.89$$

$$(15.8) \quad (16.2) \quad F = 261.4$$

$$SE = 0.82$$

r : 翌日物コール
 pi : GDPデフレーターインフレ率
 e : 誤差項
 カッコ内は t 値

実質金利関数
 $r - pi = 2.210 + 0.800 \times pi$

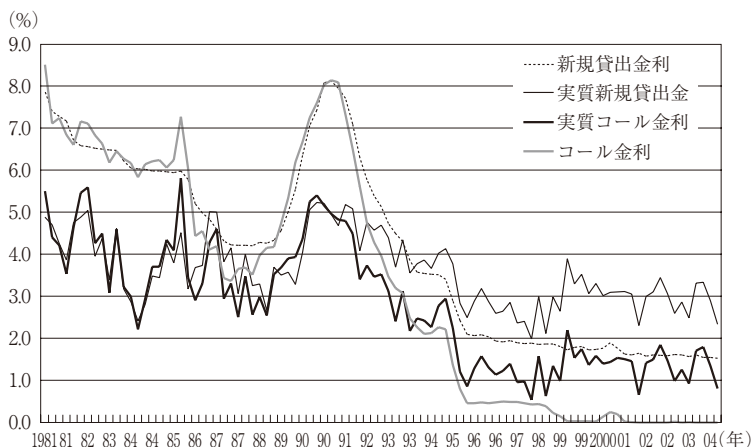
行の政策を見ると、ほとんどインフレ率の低下に対応して金利を下げてきたように見える。図表9-8は、インフレ率と短期市場金利の関係をグラフ化したものである。縦軸は翌日物コール金利、横軸はGDPデフレータがとってある。これを見ると、金利がプラスの間は、

$$r = 2.210 + 1.800 \times pi + e \quad r: \text{短期金利(翌日物コール)} \quad pi: \text{インフレ率}$$

という直線にほぼ乗っている。インフレ率が1%下がると、金利が1.8%下がるという関係になる。これは、インフレ率が1ポイント低下すると実質金利を0.8%切り下げること、景気を刺激する効果を期待したと考えられる。インフレ率がゼロのときに短期金利は約2%であったが、インフレ率が-1%を下回ったところで金利はゼロとなった。その後、インフレ率は-3%以下まで低下したが、金利はその間もゼロとなっていた。仮に、金利がマイナスにできるものであったとしたら、おそらく日本銀行は-2%ないし-3%まで金利を下げたはずだと考えられる。しかし実際には市場金利をマイナスに誘導することが不可能であったため、結局後述するように、量的緩和政策を採用したと推察される。

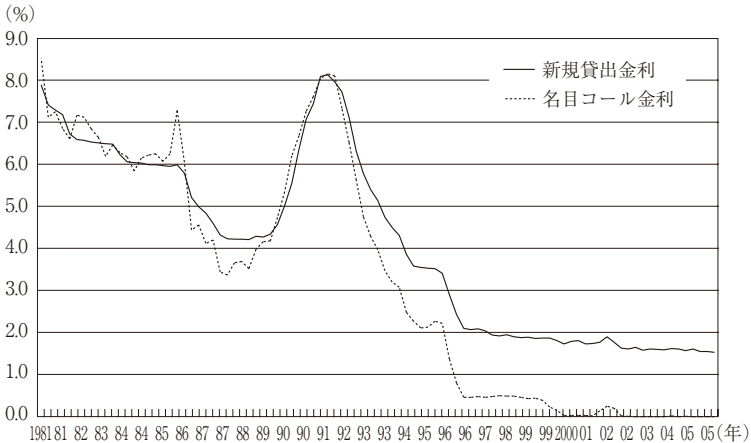
ここで問題になるのは金融市場金利と貸出金利の関係である。図表9-9に

図表9-9 実質金利と名目金利



注) 実質金利は3期移動平均後のGDPデフレーターインフレ率(季節調整済み年率)により推計。デフレータは消費税引き上げの影響を補正済み。

図表 9-10 貸出約定平均金利と短期市場金利の推移



示すように、実質金融市場金利は、バブル以降98年ごろまでは、日本銀行の低金利政策による名目短期市場金利と連動する形で低下していった。98年ごろにはかなり低い水準になっていたことがわかる。大企業であれば、CP（コマーシャルペーパー）やスワップ取引など、短期市場金利なみの低金利で資金調達ができる。したがって、日本経済の3分の1ほどを占める大企業は、この時期までは比較的低い金利で資金調達ができていた。

ところが、その後はGDPデフレーターがマイナス2%弱とデフレ率が悪化したため、実質金利は日本銀行のゼロ金利政策のなかでもむしろ上昇し、2%程度で推移した。また日本経済の3分の2を占める中堅・中小企業にとっての実質金利である実質貸出金利も比較的高水準で推移した。中堅・中小企業の主力資金源となるのは銀行からの借入である。銀行の貸出金利（新規約定平均貸出金利）は、図表9-10に見るように、1990年ごろまでは短期市場金利（コールレート）とほぼ同じ水準で推移していた。ところが90年代以降、両者の間に乖離がみられるようになり、2001年にはその差が2%弱にまで広がっている。

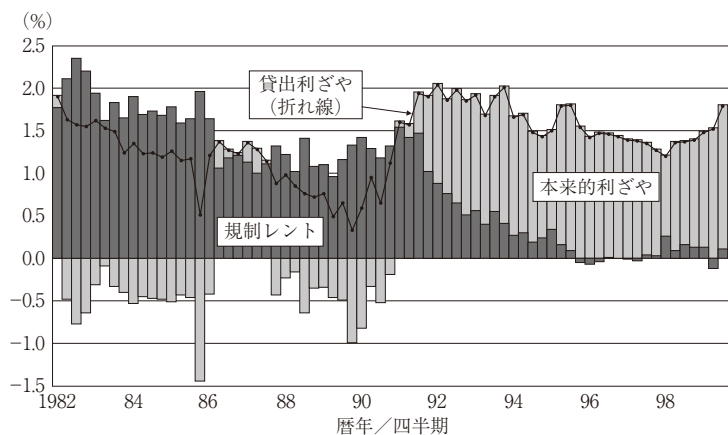
新規貸出金利は、1996年以降低水準で推移し、1997年以降は2%を下回る様になった。しかしデフレ率2%弱を加えた実質金利は3%台となり、これが中堅・中小企業の実質的な資金調達コストとなった。1988年、89年の

バブル期ですら、実質金利は貸出金利4%からインフレ率1%弱を差し引いて3%強であった。97年以降の不況期には、金融は緩和されているにもかかわらず、中堅・中小企業が直面する実質的な金利負担はバブル期並となっている。この市場金利と貸出金利の関係が変化した原因については、次節で説明する。

2.4 金融市場金利と銀行貸出金利

図表9-11は、銀行の貸出利ざやの長期動向を見たものである。図の折れ線は、銀行のトータルの利ざやを表している。80年代後半のバブル期には利ざやが縮小しているが、これは不動産関連融資が拡大したことと関係があると考えられる。地価が上昇を続けていたこの当時には、不動産関連融資は貸倒率が低い融資と見られており、高い金利をとれなかったためだと考えられる。80年代の終わりから90年代初めにかけての金融引き締め期には、銀行の調達コストが一時的に上昇したため、利ざやがボトムで0.3%程度まで縮小したが、その後の金融緩和政策によって再び拡大し、90年代後半には1.5%前後で推移していた。

図表9-11 国内銀行の貸出利ざやの内訳（銀行勘定ベース）



注) 本来的利ざや＝新規貸出約定平均金利－CD3カ月、

規制レント＝CD3カ月－平均調達コスト、

資料) 日本銀行『金融経済統計月報』。

出所) 深尾光洋、日本経済研究センター編[2000]、『金融不況の実証分析』日本経済新聞社。

国内銀行の貸出利ざやや、「規制レント」(CD3カ月レート－平均調達コスト)と「本来的利ざや」(新規貸出約定平均金利－CD3カ月レート)の2つに分けて考えることができる。「規制レント」とは、預金金利規制により銀行の経営努力なしで得られた利ざやのことであり、市場金利よりもどのくらい安いコストで資金を調達できていたかを表すものである。図の濃い網かけ部分が規制レントであるが、バブル崩壊直後の90年代初めまで、銀行の貸出利ざやの源泉は規制レントにあった。

一方、薄い網をかけた部分が「本来的利ざや」である。これを見ると、80年代まではマイナスで推移しているように、当時は貸出金利が市場金利を多少下回っていた。つまり、低利の預金を集めることで利ざやを確保していた当時の銀行は、貸出金利を市場金利よりも低く設定することができた。その後、銀行が預金金利の自由化による調達コストの上昇分を徐々に貸出金利に転嫁するようになったため、利ざやの源泉は90年代に入って「規制レント」から「本来的利ざや」へとシフトしたのである。

図表9-10で見たように、貸出金利がコールレートに比べて上がってきた背景には、以上のような、銀行のコスト構造の変化があった。90年代以降は規制金利預金がなくなったため、調達コストの上昇分を貸出金利に上乗せして利ざやを確保するようになったのである。しかも、最近ではすべての金利がほとんどゼロに近い水準にあるため、銀行は預金者から集まったゼロ金利の当座預金やほとんどゼロ金利の普通預金をコール市場などの短期金融市場で運用しても利ざやが確保できなくなっている。銀行は、貸出先への金利を高め提示して、そこから経費と貸し倒れによる損失をカバーする必要性が生じた。これが、とりわけ中堅・中小企業の資金調達を困難にし、不況感を強めていった。日本銀行は、90年代に入ってから金融政策運営において、こうした銀行のコスト構造の変化という要因を見落としていた可能性がある。

他方、銀行のグロスの貸出利ざやや先に見たように、1.5%程度しかない。経費率が全銀行の平均で1%強となっているため、経費を除いた利ざやや0.5%ほどでしかない。このため長期不況により貸倒損失が発生した1990年代半からの10年間は、銀行部門は実質赤字に苦しむことになった。

2.5 銀行部門の貸出採算悪化の原因

銀行は貸出を行うときには、当然審査を行い、貸倒れリスクを勘案したうえで金利を決めて融資を実行している。リスク管理部門では、「ローン・グレーディング・システム」と呼ばれる管理体制をとっており、貸出先について十数段階、場合によっては20段階近い内部格付けを行い、それぞれのランクについて適正金利水準を設定しているところが多い。ランクごとのロス率を推計し、それをカバーして経費をプラスアルファした、最低限これだけは取らなければいけないという金利水準をもっている。しかし現実には、その金利水準がほとんど取れていない。その背景としては、次のような理由が考えられる。

リスク管理体制の不備

銀行の営業サイドの方がリスク管理部門よりも強い力をもっていて、リスク管理部門のチェックが働いていない、また目先の利益と貸出残高を上げるために貸倒れリスクを無視して貸出をしている場合もある。すなわち、融資を実行してから1、2年程度なら貸倒れになることは減多にないが、それ以降は貸し倒れが増えてくる、その先のロスを見込まず、当面の利益をかさ上げするために貸し出している形になっているものと思われる。

政府系金融機関との競合

小泉改革で公的金融の縮小が図られるまでの時期には、国民生活金融公庫や中小企業金融公庫などの基準金利は、長期固定金利でかつ2%前後となっていた。政府系金融機関は、首都圏あるいは関西の大都市圏におけるウェイトこそさほど大きくないものの、地方では4割近くもの貸出シェアをもち、国内向け融資残高は1999年度末で計150兆円となっていた。民間金融機関が良質の顧客を確保するためには、政府系なみに金利を安く抑えなければならないという、競合関係が働いていた。

政府系金融機関が低利で貸付ができるのは、国から補助金を受けていたことが背景にあり、その総額は2000年前後には、平均年6,000億円ほどに上った。さらに、政府系は国から無コストの資本をもらい、税金を払う必要もなく、民間銀行と異なって株式会社ではないため配当を行う必要もない。

それらの間接的な補助金を合計すると、3,000 億円を超えるメリットとなり、先の 6,000 億円と合わせれば、政府系金融機関は、国から毎年実質 1 兆円弱の補助金を受けていた計算になる。貸出総額 150 兆円からすると、年間 0.6%に相当する⁵⁾。

公的資本注入銀行に対する中小企業貸出の義務づけ

本来、中小企業に低利で融資するのは政府系金融機関の役割である。しかし国は、民間銀行にも同じ役割を要求するようになった。1997 年から 98 年にかけて「貸し渋り」解消をひとつの目的として公的資本注入を行った際、国は銀行に中小企業向け融資を増やすように義務づけた。融資を増やさなければ新生銀行のように是正命令を受ける可能性があるため、これには強制力がある。しかしリスクに見合った金利を取ると借り手がないため、銀行は予想される貸倒率を考慮すれば損になるのを承知で低金利の貸付を行わざるを得ない。

貸出先企業の経営悪化

デフレの下では、売上金額が減少するため、企業は経営を圧迫される。経営が悪化した企業は、銀行が将来の貸倒率を考慮して設定する高い金利を払うと破綻確率がさらに上昇してしまう。このようにデフレのもとでは、銀行が受け入れる預金金利がたとえゼロであっても、最低必要な利ざやを確保すると貸出先企業が払える限界を超える実質金利となり、預金と貸出をベースにした銀行の経営が不可能になってしまった

3 量的緩和政策の検証

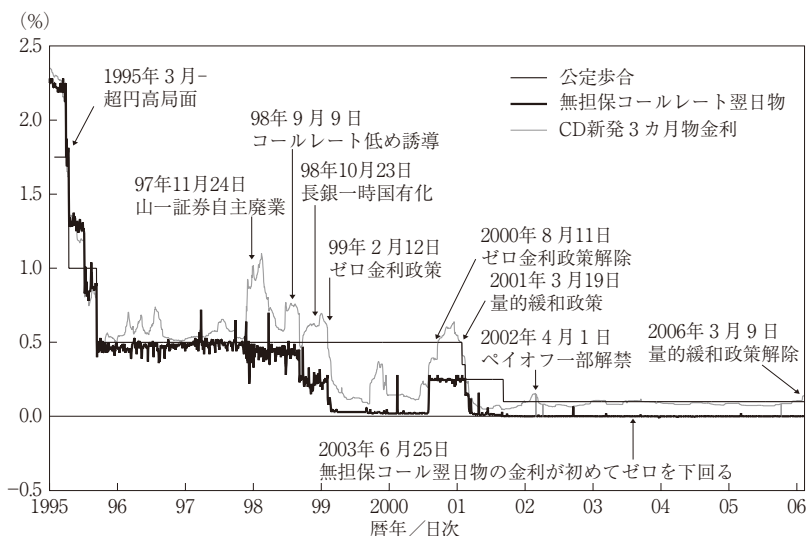
本節では、2001 年 3 月から 06 年 3 月まで導入された量的緩和政策を振り返り、コール市場の動向や日本銀行のバランスシートの変化などについて分析する。

5) 日本経済研究センター金融研究班報告書 4 号、『デフレ下の金融政策運営』、2001 年 3 月、p. 151 参照。

3.1 量的緩和政策の導入

日本銀行は、バブル経済崩壊後の不況から脱出するため、91年7月以降、金融緩和政策を継続してきた。9回の利下げにより、公定歩合は91年7月の6%から95年9月には0.5%まで下がった。95年7月から98年9月までコールレートの誘導を公定歩合を下回る水準（「低め誘導」）とした（図表9-12）。しかし、97年から98年にかけて大手銀行や大手証券会社が相次いで破綻したことにより金融システム不安が高まり、日本銀行がコールレートを低位で安定させても、CD新発3カ月物などのターム物金利（期間が長めの短期金利）に上昇圧力がかかるようになった。そのため、日本銀行は99年2月にコールレートをできるだけ低めにうながすゼロ金利政策を実施した。2000年8月にデフレ懸念の払しょくが展望できたとして日本銀行はゼロ金利政策の解除に踏み切ったが、景気の回復力は乏しかったため、再び2回の利下げを行い、01年2月28日に公定歩合を0.25%に引き下げた。しかし、それでも景気が回復しなかったため、日本銀行は新たな金融緩和を迫られる

図表9-12 公定歩合と短期金利の推移



注) CD新発3カ月物金利は、売り気配と買い気配の平均値。

資料) NEEDS-Financial QUEST『為替金利日次』。

ことになった。

日本銀行は01年3月19日に開催された金融政策決定会合で、いわゆる「量的緩和政策」を導入することを決定した。決定内容は、①金融市場調節の操作目標を無担保コールレート（オーバーナイト物）から、日銀当座預金残高に変更する、②日銀当座預金残高が5兆円程度となるよう調節する、③この金融市場調節は、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%以上となるまで継続する、④必要に応じて、月4,000億円ペースの長期国債の買入額を増額する（日本銀行が保有する長期国債の残高は銀行券発行残高を上限）——だった。この決定により日本銀行の金融政策の操作目標は、従来の金利水準の誘導から日銀当座預金残高の調節へと転換され、金利形成は市場に委ねる方針とした。過度の金利上昇にはロンバート型貸出（補完貸付制度）⁶⁾により抑制することにした。

日本銀行は03年10月、金融政策の透明性強化の観点から、量的緩和政策継続のコミットメントを明確化した。消費者物価指数の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで量的緩和政策を続けるとしているが、安定的にゼロ%以上とはどういうことを示した。具体的には、①消費者物価指数の前年比上昇率が単月でゼロ%以上となるだけでなく、基調的な動きとしてゼロ%以上であると判断される（数カ月均してみても確認）、②消費者物価指数の前年比上昇率がプラスになっても、先行き再びマイナスになると見込まれない（政策委員の多くが消費者物価指数の前年比上昇率がゼロ%を超える見通しを持っていることが必要）、③これら①②は必要条件であり、これらの条件を満せばすぐに量的緩和政策を解除するのではなく、経済・物価情勢によっては量的緩和政策を継続することが適当であると判断される場合もある——とした。量的緩和政策継続のコミットメントの明確化を示すと同時に、日本銀行の経済・物価情勢に関する判断についての説明を充実させるため、①「経済・物価情勢の展望」（展望レポート、4、10月に公表）の標準的見通しについての3カ月ごとの中間評価の公表、②「金融経済月報」の基本的見解部分を決定会合日の即日中に公表、③総裁記者会見をすべての決定会合後の即日中に実施する——と発表した。

6) ロンバート型貸出（補完貸付制度）とは、金融機関が日本銀行に要請すれば、担保の範囲内る条件に公定歩合で資金を貸し出す制度。量的緩和政策導入前の01年2月に新設された。

日本銀行は、06年3月の金融政策決定会合で、約5年間続けてきた量的緩和政策の解除を決定し、金融市場調節の操作目標を日銀当座預金残高から無担保コールレート（オーバーナイト物）に変更した。その後日本銀行は、06年7月にゼロ金利を解除しコールレートを0.25%に利上げ、さらに07年2月には0.5%に再度利上げを行った。しかしこの間もGDPデフレ率は小幅ながら低下を続けており、デフレ脱却が不完全ななかでの利上げであった。

3.2 積みあがる日銀当座預金

量的緩和政策の導入後も、依然として回復しない景気を背景に、日本銀行は追加緩和策として日銀当座預金残高の目標額を引き上げ、資金供給のオペレーションを積極化した。04年1月には日銀当座預金残高の目標値を「30-35兆円」とした（図表9-13）。日銀当座預金残高の目標値の引き上げに併せて毎月の長期国債の買入額も増額した。01年7月までは月4,000億円、同年8月より月6,000億円、02年1月より月8,000億円、同年3月より月1兆円、同年11月より月1.2兆円まで増額した。その結果、日銀当座預金は巨額に積みあがることとなった（図表9-14）。

日銀当座預金残高について、05年5月の金融政策決定会合では、「なお書き」として「資金需要が極めて弱いと判断される場合には目標を下回ることがありうる」との文言を付け加え、一時的な目標割れを容認した。金融システムに対する不安が後退し、金融機関は資金繰りへの備えとして手元に余分な資金を置こうとしなくなったため、日本銀行がオペレーションで資金を供給しようとしても予定通りに供給できない「札割れ」が頻発し、高水準の残高目標を維持するのが難しくなったためである⁷⁾。法人税上げ等により民間部門から財政部門への大幅な資金移動が生じた6月2、3日に、日銀当座預金残高が目標の下限である30兆円を初めて下回った。その後、7月終わりに8月初めにかけて、再び30兆円を下回る局面もあったが、それ以降オペに対する需要が回復し、日銀当座預金残高の下限割れも発生していない。これは、量的緩和政策の解除や金利上昇観測が高まってきたことで、金融機

7) 先に述べたように、札割れ発生の原因は、日本銀行が買いオペにおいてゼロ金利の債券を落札せず、わずかにプラス金利でないと落札しなかったことも背景となっている。

図表 9-13 日銀当座預金残高目標値の推移

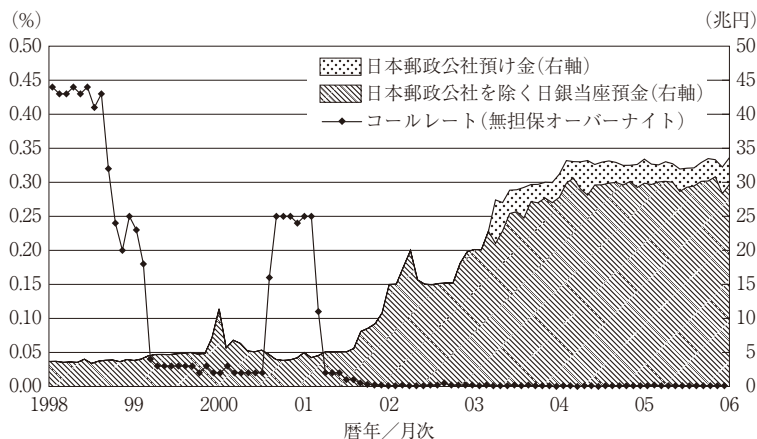
| 変更日 | 目標値（兆円） | | 備考（変更理由） | |
|-------------|---------|----|---|---|
| | 下限 | 上限 | | |
| 2001年3月19日 | 5 | — | 量的緩和政策の導入 | |
| 2001年8月14日 | 6 | — | 経済・物価情勢の厳しい見通しを受け、金融面から景気回復を支援するため | |
| 2001年9月18日 | 6 | — | 6兆円を上回ることを目標とする（米国同時多発テロを受け、金融市場の安定を確保するため） | |
| 2001年12月19日 | — | 10 | 15 | 株価や社債の発行金利に信用度の違いを反映した格差が拡がり、金融機関や投資家の姿勢が慎重化しているのを受け、金融市場の安定的な機能を確保するため |
| 2002年2月28日 | — | 10 | 15 | 年度末に向けて金融市場の安全確保に万全を期すために、当座預金残高目標（10-15兆円）にかかわらず、流動性需要の増大に応じ、いっそう潤沢な資金供給を行う |
| 2002年10月30日 | — | 15 | 20 | 株価の動向、不良債権処理問題によるターム物金利の一部強含みや金融機関の貸出態度の厳格化懸念を受け、金融市場の円滑な機能の維持と安定性の確保するため |
| 2003年4月1日 | — | 17 | 22 | 日本郵政公社の発足にともなう目標値の引き上げ（3月5日決定） |
| 2003年4月30日 | — | 22 | 27 | 銀行株を中心とした株価の不安定な動きを受け、金融市場の安定を確保するため |
| 2003年5月20日 | — | 27 | 30 | りそな銀行に対する資本増強が行われたことを受け、金融市場の安定を確保するため |
| 2003年10月10日 | — | 27 | 32 | 景気回復に向けた動きをより確実なものとするため |
| 2004年1月20日 | — | 30 | 35 | 景気回復の動きをさらに確かなものとするため |
| 2005年5月20日 | — | 30 | 35 | 資金供給に対する金融機関の応札状況から資金需要がきわめて弱いと判断され利場には、上記目標を下回ることがありうるものとする。 |
| 2006年3月9日 | — | — | — | 量的緩和政策解除。金融市場調節の操作目標を日銀当座預金残高から無担保コールレート（オーバーナイト物）に変更。日銀当座預金残高の削減は、短期の資金オペレーションにより対応する。 |

資料）日本銀行『金融政策決定会合』。

関の応札意欲が強まったためと考えられる。

日本銀行は、06年3月9日の金融政策決定会合で、量的緩和政策の解除を決定した。日銀当座預金残高については、今後所要準備額に向けて削減していくことになる。日銀当座預金残高の削減は、数カ月程度の期間を目途としつつ、短期金融市場の状況を十分に点検しながら、短期資金のオペレーションにより対応する、また、長期国債の買入れについては、当面はこれまでと同じ金額、頻度で実施していくと発表した。しかし2008年9月の

図表 9-14 日銀当座預金（平均残高）の推移



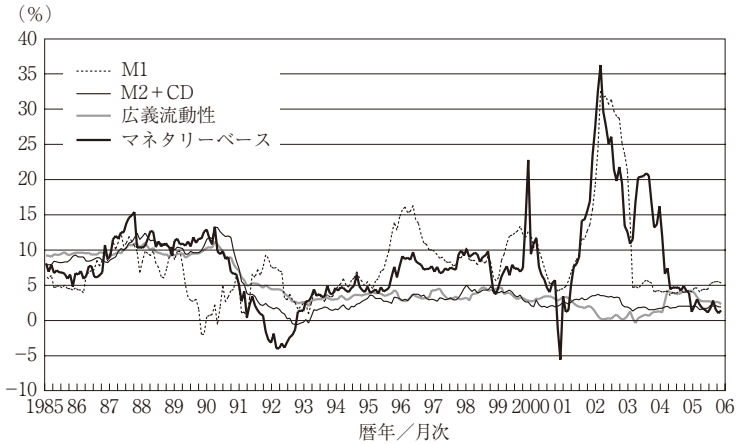
注) 預け金、当座預金は月中平残、コールレートは月中平均。

資料) 日本銀行『金融経済統計月報』。

リーマンブラザーズ破綻にともなう世界的な金融危機の深刻化と景気悪化に対応して、2009年1月には買入額を月平均1.4兆円に増額し、さらに3月には月当たり1.4兆円から1.8兆円に増額すると発表した。

量的緩和政策導入以降、日銀当座預金残高は高水準となり、マネタリーベースは急増した(図表9-15)。一方、マネーサプライの代表的な指標であるM2+CDは緩やかな増加にとどまった。広義流動性はわずかな増加率で推移していたが、04年に入りM2+CDの伸びを上回って推移した。マネタリーベースとM2+CDの増加率に大きな乖離が生まれたのは、マネタリーベースが増加してもデフレの進行により実質金利が下がらず、投資需要が伸びないので、貸出を通じてM2+CDを増やす結果とならなかったためである。マネタリーベースが01年後半から02年3月にかけて急増しているのは、日銀オペの拡大にともなう日銀当座預金残高の増加に加えて、02年4月に実施された定期性預金へのペイオフの部分解禁を控えて銀行券需要が増加したことが背景にある(図表9-16)。また、1,000万円を超える定期性預金は預金保険の対象外となったことから、金融機関の定期性預金から普通預金などの決済性預金への資金シフトが発生したことによって、M1(現金通貨+預金通貨)が増加した。その後は金融システム不安の後退などから、銀行券

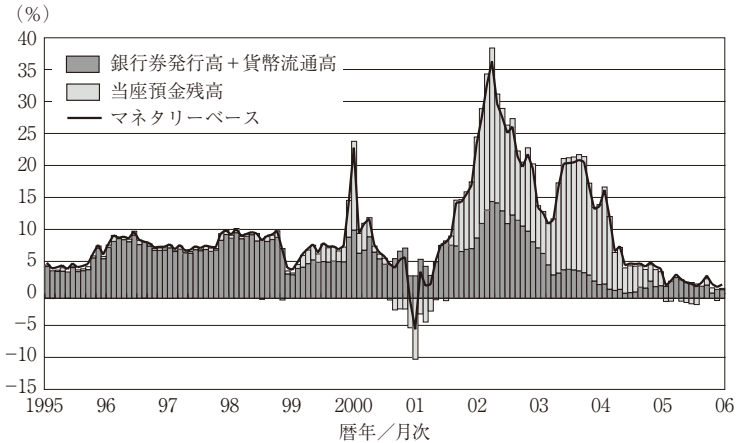
図表 9-15 マネーサプライの推移（前年比）



注) 1. マネタリーベースは、現金通貨（銀行券、貨幣）と日銀当座預金残高の合計。M1は、現金通貨と預金通貨（当座、普通預金等）の合計。M2+CDは、現金通貨、預金通貨、準通貨（定期預金等）、CD（譲渡性預金）の合計。広義流動性は、M2+CD、郵便貯金、その他金融機関預貯金、金銭信託、金銭信託以外の金銭の信託、投資信託、金融債、金融機関発行CP、債券現先・現金担保付債券貸借、国債・FB、外債の合計。
2. 月中平均残高の前年比。

資料) 日本銀行『金融経済統計月報』。

図表 9-16 マネタリーベースの推移（前年比）



注) 月中平均残高の前年比。

資料) 日本銀行『金融経済統計月報』。

や流動性の高い預金への資金シフトは減少した。

3.3 潤沢な資金供給と拡大する日銀バランスシート

01年3月から06年3月まで、日本銀行は金融市場調節の操作目標を日銀当座預金として量的緩和政策を行っていた。量的緩和政策では潤沢な資金を供給する必要があるが、日本銀行はさまざまなオペレーションを用いて資金を供給していた。ここでは、日本銀行のオペレーションの種類や実績を概観した後、日本銀行のバランスシートについて見ていく。

日本銀行のオペレーションは図表9-17のとおりである。日銀当座預金の量を増加させる資金供給オペレーションと、日銀当座預金を減少させる資金吸収オペレーションに分けられる。資金供給オペとしては、たとえば「国債

図表9-17 金融調節手段（オペレーション図）

| | 調節手段 | 導入時期 | 期間 | 売買または借入対象の要件等 |
|--------|------------|-------|-------|--|
| 資金供給オペ | 手形買入(本店買入) | 1972年 | 1年以内 | 金融機関以外で十分な信用力を有する者が振り出した手形や国債等の有価証券を担保に、オペ対象先が振り出した満期が3カ月以内に到来する為替手形 |
| | 手形買入(全店買入) | 2001年 | | |
| | CP買現先 | 1989年 | 3カ月以内 | 発行者の信用力等に照らして適と認められ、満期が1年以内に到来するCP |
| | 国債買現先 | 2002年 | 1年以内 | 利付国債、短期国債(割引短期国債<TB> および政府短期証券<FB>) |
| | 短期国債買入 | 1999年 | — | 短期国債(割引短期国債<TB> および政府短期証券<FB>) |
| | 国債買入 | 1966年 | — | 利付国債 |
| | 資産担保証券買入 | 2003年 | — | 2005年度末まで |
| 資金吸収オペ | 手形売出 | 1971年 | 3カ月以内 | 満期が3カ月以内に到来する手形であって、日本銀行が振出人、受取人、支払人を兼ねるもの |
| | 国債売現先 | 2002年 | 6カ月以内 | 利付国債、短期国債(割引短期国債<TB> および政府短期証券<FB>) |
| | 短期国債売却 | 1999年 | — | 短期国債(割引短期国債<TB> および政府短期証券<FB>) |
| その他 | 国債補完供給 | 2004年 | 原則O/N | 利付国債、短期国債(割引短期国債<TB> および政府短期証券<FB>) |

出所) 日本銀行ホームページ、日本銀行金融研究所編『新しい日本銀行——その機能と業務』(有斐閣)より作成。

買入」がある。これは、日本銀行が金融機関等から国債を入札によって買い入れるものである。同オペの実施によって、日本銀行の資産項目にある「長期国債」が増加し、日本銀行から金融機関等への代金支払いが「当座預金」の増加となって表れる。一方、資金吸収オペでは、「短期国債売却」はその逆の取引になる。「手形売却」と「国債売現先」は負債項目の増加として扱われ、金融機関等から日本銀行へ代金が支払われることで「当座預金」が減少する。つまり、日本銀行のバランスシートで、資産側の勘定が増加するオペを行うと、負債側の当座預金残高が増加し、資金供給（金融機関にとっての資金調達）となる。逆に、負債側の勘定が増加するオペを行うと、当座預金残高が減少し、資金吸収となる（図表9-18）。

日本銀行は量的緩和政策に沿って、大量の資金を安定的に供給するために資金供給オペレーションを積極化してきた。その推移は図表9-19のとおり。量的緩和政策の導入後は、長期国債買入オペ、手形買入オペ、短期国債買入オペが大部分を占める。06年1月末の銀行券発行残高74.7兆円に対して、長期国債買入オペは06年1月末では63.8兆円、短期国債買入（13.4兆円）を合わせると、銀行券発行残高を上回ることになる。手形買入オペは、金融機関が日本銀行に差し入れたさまざまな共通担保⁸⁾が利用できることや、01年7月に本店買入のほかに全店買入を追加したことで利便性が高まり、06年1月末では44.2兆円と残高が膨らんだ。短期国債買入オペは、割引短期国債（TB）や政府短期証券（FB）を買うオペであり、05年1月末では13.4兆円となっている。

資金吸収オペは、実行日には資金吸収となる一方、満期日には資金供給の役割を果たすため、日銀当座預金残高の短期の振れを調整する手段として活用されている（図表9-20）。やや長めの資金を吸収する手段として04年12月以降、短期国債売却オペも実施されている。

図表9-21は、日本銀行に積み上がる政府の余裕金の推移を示したものである。日本銀行は、国債整理基金および財政融資資金の資金繰りで余裕金が発生している場合、国債整理基金および財政融資資金に対する長期国債の買戻条件付売却を実施することになっている。これが、「対政府長期国債売現

8) 共通担保には、国債、社債、CPなどがある。

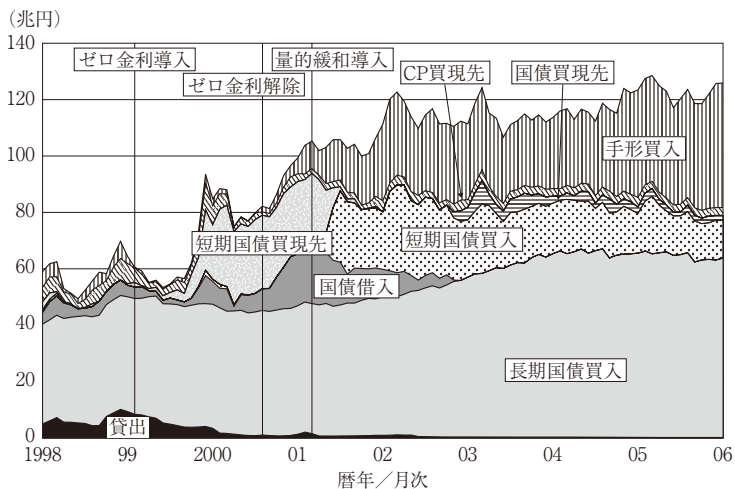
図表 9-18 日本銀行のバランスシート（簡略版）

| 日本銀行勘定（2006年1月末） | | （兆円） | |
|------------------|-------|----------|-------|
| 買現先勘定 | 4.6 | 銀行券 | 74.7 |
| 買入手形 | 44.2 | 当座預金 | 32.9 |
| 短期国債 | 32.1 | 政府預金 | 6.1 |
| 長期国債 | 63.8 | 売現先勘定（注） | 31.7 |
| 貸出金 | 0 | 売出手形 | 1.1 |
| 外国為替 | 4.8 | その他 | 3.8 |
| その他 | 3.3 | 資本金・準備金 | 2.5 |
| 資産合計 | 152.9 | 負債・資本合計 | 152.9 |
| オペ手段 | | | |
| 調節目標となる当座預金 | | | |
| 経済活動水準で決まる銀行券 | | | |

注）売現先勘定には「対政府長期国債売現先」を含む。「対政府長期国債売現先」は、政府が国債発行で得た余裕資金を日本銀行に対して買現先運用しているため、政府資産とみなされる。06年1月末で残高は27.3兆円。

資料）日本銀行『金融経済統計月報』。

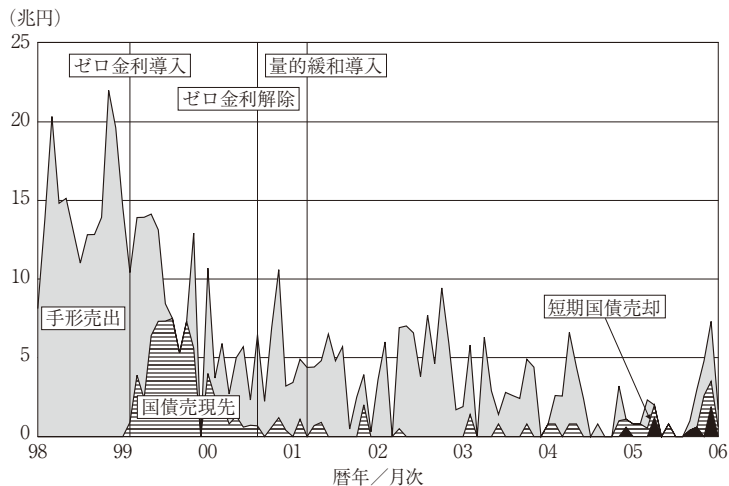
図表 9-19 資金供給オペの推移



注）資金供給オペには「資産担保証券買入」があるが、残高が少額であることから、上図からは除いている（06年1月末の残高が1105億円）。

資料）日本銀行『金融経済統計月報』。

図表 9-20 資金吸収オペへの推移

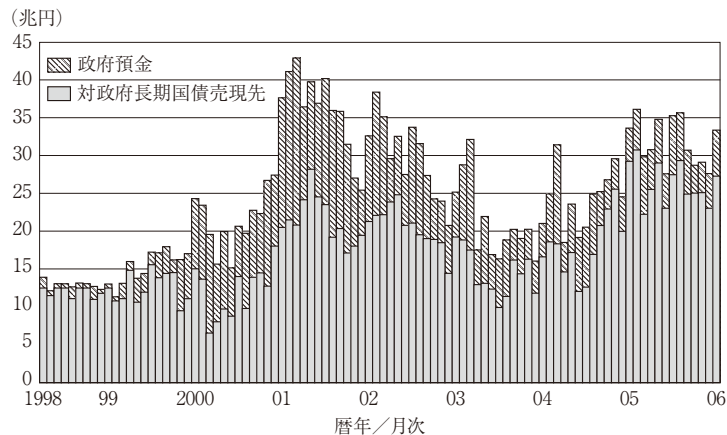


注) 1. 吸収オペとして、「手形売出」、「国債売現先」、「短期国債売却」を集計。

2. 「国債売現先」は、02年11月以前は「短期国債売現先」を集計。

資料) 日本銀行『金融経済統計月報』。

図表 9-21 日銀に積み上がる政府資産



資料) 日本銀行『金融経済統計月報』。

先」勘定であり、04年後半以降は残高が大幅に増加している。政府は、08年に予定されている国債の大量償還にともなう借り換え国債の発行が一時期に集中しないように国債を前倒して発行しており、その余裕金が積みあがっている。つまり、政府が、前倒しの国債発行で得た余裕資金を、日本銀行に対して買現先運用している状況である。「対政府長期国債売現先」は吸収オペであるため、日銀当座預金残高の大きな減少要因となる。日本銀行は、資金供給オペを増加することで対応したが、「札われ」の発生などで日銀当座

図表 9-22 日銀のバランスシート

(兆円, 構成比・%)

| 資産 | 2001年3月 | | 2006年1月 | | 負債および資本 | 2001年3月 | | 2006年1月 | |
|---------|---------|--------|---------|--------|---------|---------|--------|---------|--------|
| 現金等 | 0.8 | 0.7% | 0.6 | 0.4% | 発行銀行券 | 58.7 | 51.0% | 74.7 | 48.9% |
| 金地金 | 0.4 | | 0.4 | | 預金 | 27.9 | 24.2% | 39.2 | 25.7% |
| 現金 | 0.3 | | 0.2 | | 当座預金 | 5.8 | 5.1% | 32.9 | 21.5% |
| 国債 | 57.7 | 50.2% | 98.9 | 64.7% | その他預金 | 0.0 | | 0.2 | |
| 短期国債 | 32.1 | 27.9% | 32.1 | 21.0% | 政府預金 | 22.1 | | 6.1 | |
| 政府短期証券 | 17.9 | 15.5% | 5.7 | 3.7% | | | | | |
| 長期国債 | 25.6 | 22.2% | 63.8 | 41.7% | | | | | |
| 保管国債 | 17.6 | 15.3% | — | — | 借入国債 | 17.6 | 15.3% | — | — |
| 資産担保証券 | — | — | 0.1 | 0.1% | | | | | |
| 金銭の信託 | — | — | 1.9 | 1.3% | | | | | |
| 買現先勘定 | — | — | 4.6 | 3.0% | 売現先勘定 | — | — | 31.7 | 20.7% |
| 買入手形 | 11.4 | 9.9% | 44.2 | 28.9% | 売出手形 | 4.4 | 3.8% | 1.1 | 0.7% |
| 貸出金 | 1.4 | 1.2% | 0.0 | 0.0% | その他 | 4.2 | 3.7% | 3.6 | 2.3% |
| 国債借入担保金 | 18.5 | 16.1% | — | — | 引当金勘定 | 2.8 | | 2.9 | |
| その他 | 7.6 | 6.6% | 5.4 | 3.6% | 雑勘定 | 1.4 | | 0.7 | |
| 外国為替 | 3.3 | | 4.8 | | 資本 | 2.3 | 2.0% | 2.5 | 1.7% |
| 代理店勘定 | 3.4 | | 0.0 | | 資本金 | 0.0 | | 0.0 | |
| 雑勘定 | 0.9 | | 0.7 | | 準備金 | 2.3 | | 2.5 | |
| 資産合計 | 115.1 | 100.0% | 152.9 | 100.0% | 負債・資本合計 | 115.1 | 100.0% | 152.9 | 100.0% |

注) 各勘定の説明と計上方法の変更等。

①「保管国債」: 国債借入(レポ)オペを実施すると、「保管国債」(資産)として借入国債額面金額、同額を「借入国債」(負債)として計上。また、同オペに伴いオペ先に差し入れる担保金を「国債借入担保金」(資産)、オペ相当額を「当座預金」(負債)として計上。なお、01年4月以降、同オペの会計処理を「国債の現金担保付貸借取引」から「金融取引」に変更したため、「保管国債」および「借入国債」の勘定を廃止。

②「金銭の信託」: 信託銀行を通じて金融機関から買い入れた株式等の累計額。

③「買(売)現先勘定」: 現先取引の会計処理を国債等の「売買取引」から「金融取引」に変更したため、買い(売り)現先取引に伴って発生する金銭債務を01年4月新設の「買い(売り)現先勘定」に計上。

資料) 日本銀行『金融経済統計月報』。

預金残高目標の残高を維持することが困難になる局面も発生した。また、「対政府長期国債売現先」の増加は、日本銀行のバランスシートの拡大の大きな要因にもなっている。

日本銀行がゼロ金利政策、量的緩和政策を導入し、資金供給オペを大きく増加させてきたことで、日本銀行のバランスシートも年々拡大してきた。図表9-22は、日本銀行のバランスシートの内訳をまとめたものである。ここでは量的緩和政策が導入された直後の01年3月末と解除直前の06年1月末を掲げている。量的緩和政策により日本銀行が積極的に資金供給をしたことや、03年4月に日本郵政公社が発足し、預け金を当座預金に積みよようになったことから、日銀当座預金残高も01年3月末の5.8兆円から06年1月末には32.9兆円と大幅に増加した。国債は01年3月末は57.7兆円だったが、06年1月末では98.9兆円に達し、うち長期国債も大幅に増加した。なお、04年度より日本銀行は保有する長期国債、外債の評価方法を変更した。長期国債については、03年度までは低価法、04年度からは償却原価法に、外債については、03年度までは低価法、04年度からは時価法に変更した。

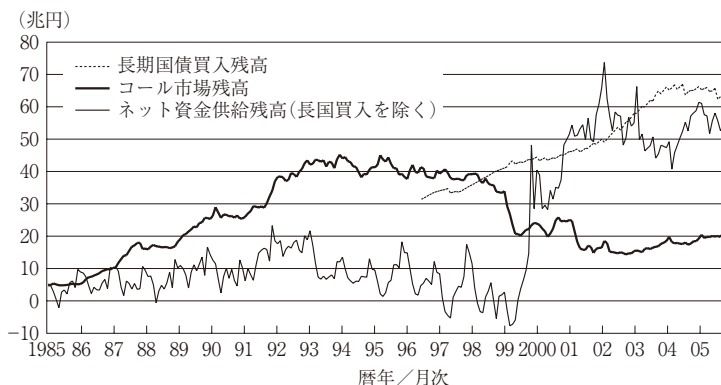
日本銀行のバランスシートは、主要中央銀行のバランスシートと比較しても規模が大きくなっている。日本銀行[2004]から03年度のバランスシートの規模をみると、日本銀行が149兆円、名目GDP比率30%であるのに対し、当時の米国・連邦準備銀行（FRB、12地区連銀の連結ベース）が83兆円、名目GDP比率7%、欧州中央銀行（ECB、ユーロ参加国の中央銀行の連結ベース）が112兆円、名目GDP比率12%となっており、日本銀行のバランスシートの規模がいかに大きいかがわかる⁹⁾。

3.4 市場調節機能を失ったコール市場

コール市場は、金融機関が最終的な資金繰りの過不足を調整する場として利用されてきた。機動的な資金貸借を実現するため、さまざまな市場の改革が施されたことから、取引残高は94年初には、ピークの45兆円まで達した。しかし、ゼロ金利政策が導入された99年2月以降、日本銀行の資金供給額

9) バランスシートの作成時点は日本銀行が04年3月末、FRBとECBが03年12月末。なお2008年9月のリーマンブラザーズ破綻後の金融危機の後、米国・連銀のバランスシートが急拡大しているのは周知のとおりである。

図表 9-23 日本銀行の資金供給残高とコール市場残高



- 注) 1. ネット資金供給残高は、「国債借入、短国買入、国債買い現先、手形買入、CP 買い現先、資産担保証券買入、短国買い現先、貸出」の合計から「短国売却、国債売り現先、手形売り出し、短国売り現先」の合計を控除した額（いずれも月中平残）。
2. 長期国債買入残高（末残）は 96 年 7 月末分から公表を開始。
3. コール残高は、平残。

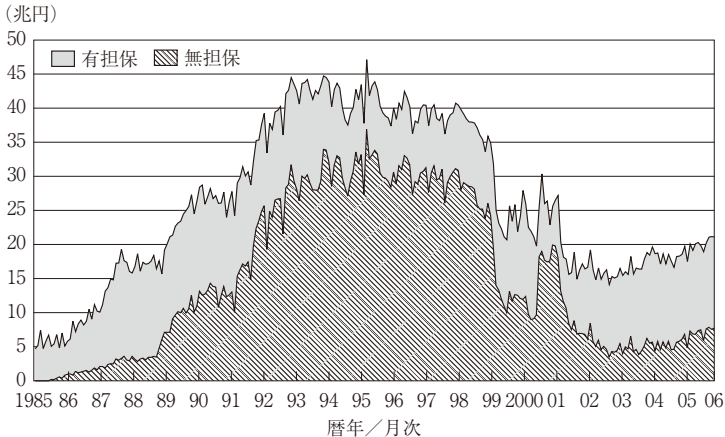
資料) 日本銀行『金融経済統計月報』。

が増加するにつれて、取引残高は急減した。ゼロ金利政策解除にともない取引高はいったん増加したが、01 年 3 月の量的緩和政策の導入によって、再び大きく規模は縮小した（図表 9-23）。

コール市場は 1927 年の金融恐慌以降、無担保コールから有担保コールへ主流が変わったが、有担保コールの取引の事務負担などから無担保コールへのニーズが高まり、85 年 7 月から再び無担保コールが導入された¹⁰⁾。無担保コールは 90 年代に入ると有担保コールを上回る市場規模となった（図表 9-24）。しかし、97 年の三洋証券破綻時にコール市場でデフォルトが発生し、同年の北海道拓殖銀行の営業譲渡、山一証券の自主廃業、98 年の日本長期信用銀行、日本債券信用銀行の一時国有化など、金融不安により邦銀の信用力は著しく低下した。また、99 年 2 月から始まったゼロ金利政策によりコールレートはほぼゼロ%になった。そのため、信用力の低下した金融機関との取引ではリスクに見合ったリターンが十分に得られなくなり、資金を放出するインセンティブが低下した。資金の取り手も、日本銀行が積極的にオ

10) 無担保コール取引では短資会社の勘定を通さない取引（ブローキング）が多いのに対し、有担保コール取引では短資会社が自己勘定で資金の取引・放出を行う取引（ディーリング）が多い。

図表 9-24 コール市場担保別残高の推移（末残）



資料) 日本銀行【金融経済統計月報】。

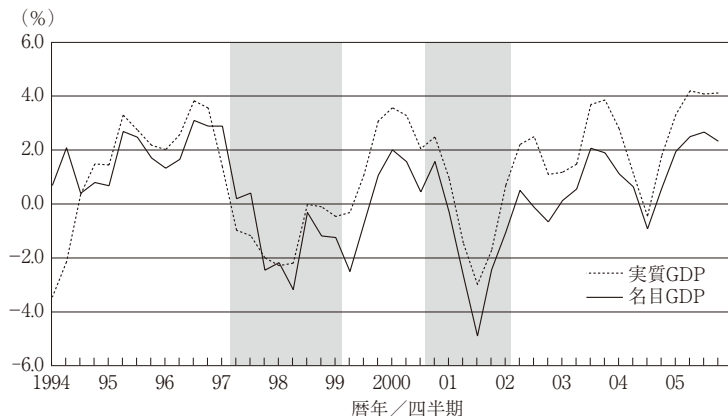
べて資金供給を行うため、市場で資金調達する必要性が低まった。資金の出し手、取り手ともに取引のインセンティブが低下したため、無担保コール市場は大きく縮小した。日本銀行のオペへの依存度が高まった結果、市場参加者が自らの金利観や資金ポジションを考えながら資金取引を行うという、市場本来の機能が発揮されにくい状況となった。当時は専門人員の減少やノウハウ低下などの声も聞かれ、コール市場は、市場としての基盤が低下してしまつたと指摘された。

3.5 量的緩和政策後のマクロ経済

量的緩和政策導以降の日本経済を振り返ってみる。量的緩和政策が実施された01年3月は、ITバブル崩壊にともなう景気後退局面であった。その後、米国やアジア向けの輸出堅調に支えられて、02年2月以降は景気拡大局面に入っている。この間、04年後半からIT関連分野での在庫調整を主因に、景気は踊り場を迎えたものの、調整は確実に進み、05年8月に政府による踊り場脱却宣言が出された(図表9-25)。

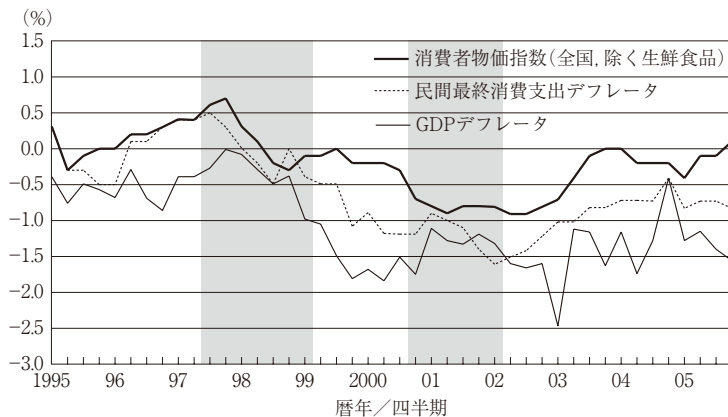
図表9-26で代表的な物価指標を見ると、GDPデフレーターは90年代中ごろから前年比マイナスで推移し、消費者物価指数(除く生鮮食品)も98年

図表 9-25 日本の GDP 成長率の推移



- 注) 1. 93SNA 連鎖方式ベース。
 2. 3期移動平均後前期比年率。
 3期移動平均後前期比年率は、当該期の前後3期について中心移動平均値 Y_t ($=\{X_{t-1}+X_t+X_{t+1}\}/3$, X_t : t 期の季節調整済みGDP)を求め、 $\{(Y_t/Y_{t-1})^4-1\}\times 100$ に代入。ただし、直近末端値については移動平均値を求めることができないため、 $\{(X_t/Y_{t-1})^4-1\}\times 100$ より算出。
 3. シャド一部分は景気後退期。
 資料) 内閣府『国民経済計算』。

図表 9-26 デフレーターと消費者物価指数(前年比)の推移



- 注) 1. 消費税の影響を除去している。
 2. シャド一部分は景気後退期。
 資料) 内閣府『国民経済計算』。

以降は前年比マイナスとなっており、日本経済は本格的なデフレ時代となっていた。デフレスパイラルに陥り、デフレが加速するとの悲観的な見方もあったが、消費者物価指数でみたデフレ率は1%以内に収まっており、02年以降は景気回復にともなって緩やかにデフレ率は低下してきた。

第3.1項で述べたように、日本銀行は量的緩和政策の解除の条件として以下の3項目を挙げていた。

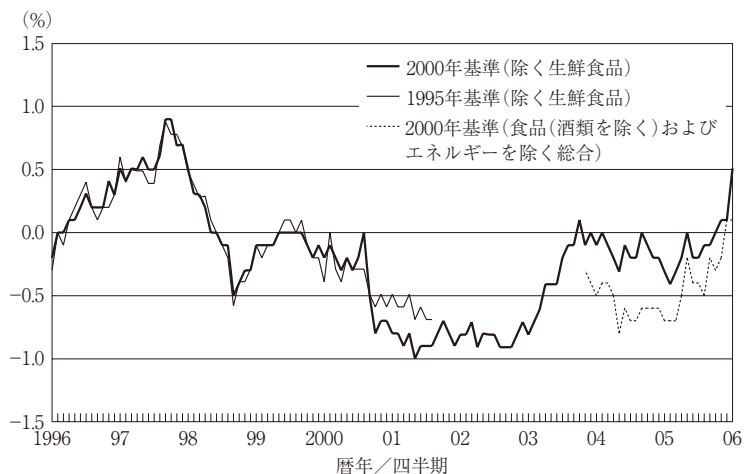
- ① 消費者物価指数の前年比上昇率が単月でゼロ%以上となるだけでなく、基調的な動きとしてゼロ%以上であると判断されること（数カ月均してみて確認）
- ② 消費者物価指数の前年比上昇率がプラスになっても、先行き再びマイナスになると見込まれないこと（政策委員の多くが消費者物価指数の前年比上昇率がゼロ%を超える見通しを有していることが必要）
- ③ これら①②は必要条件であり、これらの条件を満たせばすぐに量的緩和政策を解除するのではなく、経済・物価情勢によっては量的緩和政策を継続することが適当であると判断される場合もある

量的緩和政策の解除の指標である消費者物価指数（除く生鮮食品）は、05年10月に前年比0.0%になり、マイナスを脱却した。その後11月、12月と同0.1%とプラスを維持し、06年1月は同0.5%と高水準の伸びとなった（図表9-27）。消費者物価指数だけをとりえてみると、解除の条件は満たされた。ただし、消費者物価指数は06年夏に05年基準指数への切り替えが予定されていた。

当時の竹中総務大臣は、消費者物価指数の「生鮮食品を除く」コア指数を目標とするのではなく、季節や天候、投機的な市場動向に左右されやすく物価変動の特殊要因となる「食料（酒類を除く）とエネルギーを除く」、いわゆるコアコア指数での評価を求めていた。これを受けて、総務省は05年12月から参考指標として、この消費者物価指数（食料〔酒類を除く〕とエネルギーを除く）の公表を始めた。ただ、この指標でも、05年12月は前年比0.1%とプラスに転じた。

日本銀行は、消費者物価指数の前年比は先行きプラス基調が定着し、日本経済も息の長い回復が続くと予想されるとして、06年3月9日の金融政策決定会合で量的緩和政策を解除した。その後日本銀行は、06年7月にゼロ

図表 9-27 消費者物価指数の推移（前年比）



注) 1. 「2000年基準食料(酒類を除く)およびエネルギーを除く」は、05年12月に03年11月分から公表。

2. 消費税の影響を除去している。

資料) 総務省「消費者物価指数」。

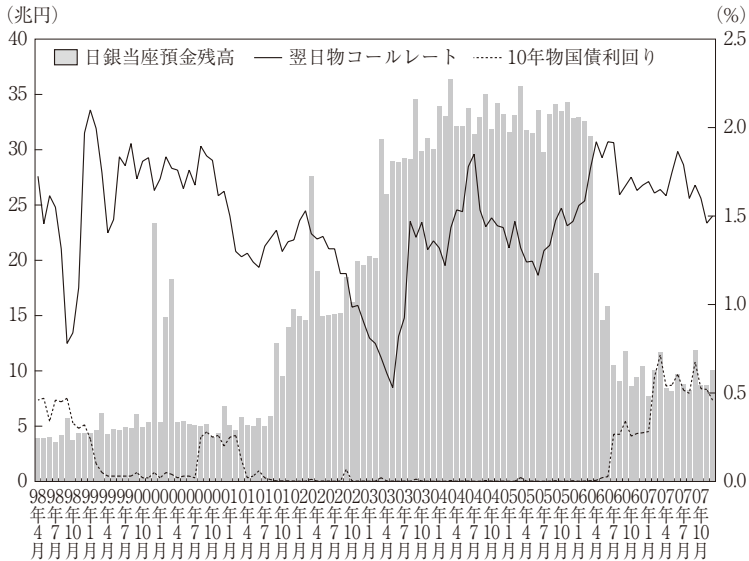
金利を解除しコールレートを0.25%に利上げ，さらに07年2月には0.5%に再度利上げを行った。しかしこの間もGDPデフレータは小幅ながら低下を続けており，デフレ脱却が不完全ななかでの利上げであった。

4 ポスト量的緩和政策

4.1 量的緩和政策の評価

2001年3月の量的緩和政策導入時は，その効果として①短期金利のいっそうの低下，②「消費者物価指数の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで続ける」との約束により，デフレが続く間は短期金利がゼロ近辺で推移するとの予想が市場で生まれ，中長期金利の低下をうながすという時間軸効果（コミットメント効果），③日銀当座預金の増加によって，金融機関がよりリスクの高い貸出や債券・株式投資に資金をシフトさせるというポートフォリオ・リバランス効果——などが期待された。これらの効果を通じて資産価格や实体经济に影響を及ぼしていくと考えられた。

図表 9-28 日銀当座預金残高と名目金利の推移



資料) 日本銀行『金融経済統計月報』。

日銀当座預金残高と名目金利の関係について見たのが図表 9-28 である。

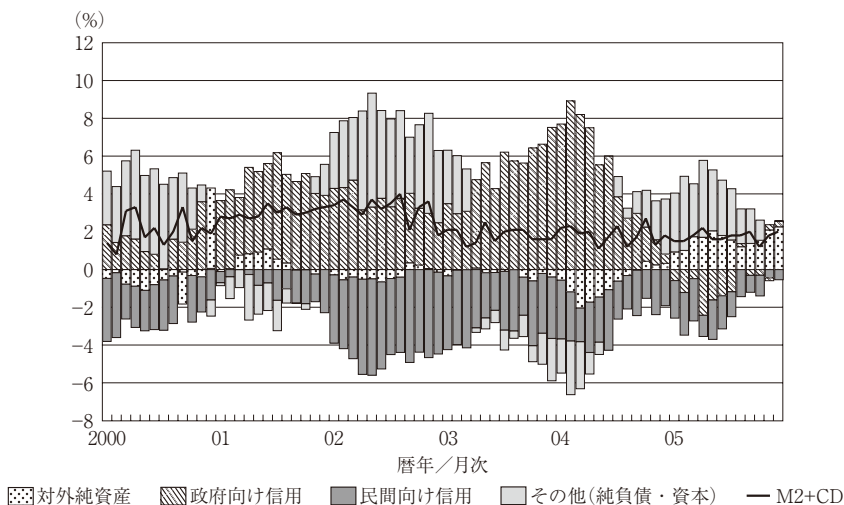
①の短期金利について見ると、2000年8月のゼロ金利解除以降、0.25%程度で推移していたコールレート（無担保・翌日物）は量的緩和政策の導入により再びゼロ%近辺まで低下し、その後もゼロ%に張りついた状態が続いている。①は期待どおりの効果があったといえる。

②の時間軸効果とは、短期名目金利がゼロとなり、それ以上短期金利の引き下げが不可能な状況でも、将来、本来なら金利をプラスにするようなところでゼロまたは本来の水準よりも低い水準で金利を保つと（現時点で）宣言することにより、将来短期金利の予想、現在の中長期金利に影響を及ぼそうという政策である。また、将来、ある程度物価を上昇させるという約束をして、現在の実質金利を低下させる効果も期待できる。つまり、将来の金融緩和政策を前借りすることで、インフレ率をコントロールしようとする期待に訴えかける政策といえる。また、このように政策の枠組みを事前に約束することで、中央銀行の政策に対する信頼を向上させる、という一面もある。

長期金利は量的緩和政策導入後、日銀当座預金残高が急増するなか低下傾向で推移し、時間軸効果は有効だったように見えたが、03年6月に10年国債利回りは0.4%台まで低下した後に急上昇した。03年10月には金融政策の透明性強化の観点から、量的緩和政策継続のコミットメントを明確化した。日本銀行はその後も日銀当座預金残高を増額し、10年新発国債利回りは数カ月以上継続して2%以上の水準にはなく、中長期金利は基本的に低位安定を維持した。時間軸政策はある程度効果があったといえよう。

次に③のポートフォリオ・リバランス効果について見ていく。M2+CDの推移と中央銀行・預金通貨銀行の統合バランスシートからその変動要因を見たのが図表9-29である。M2+CDの前年比伸び率がおおむね2-3%程度で推移するなかで、政府向け信用の増加が著しい一方、民間向け信用は減少が続いている。図表9-30によると、民間向け信用のうち事業債・株式の伸びは、04年後半以降は堅調な動きを示している。貸出も長らくマイナスで推移していたが、05年12月によりやくマイナスの状況を脱出した。しかし、

図表9-29 M2+CDの推移とその変動要因（前年比）

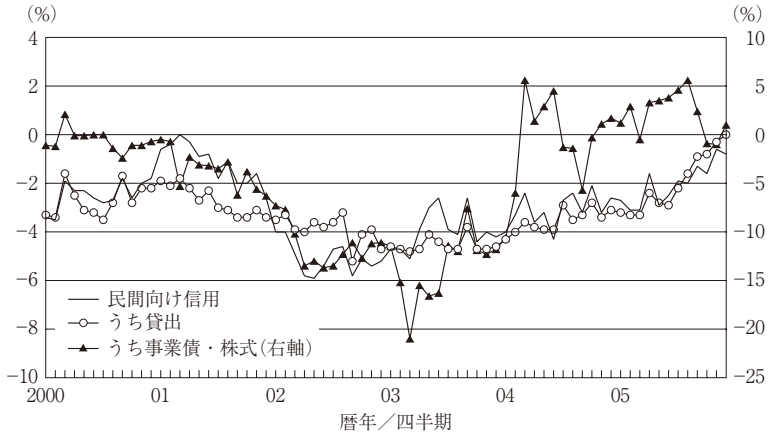


注) 1. 月末残高ベース。

2. 対外純資産、政府向け信用、民間向け信用の増加はM2+CDの増加要因として、その他(純負債・資本)の増加はM2+CDの減少要因として表示。

資料) 日本銀行『金融経済統計月報』。

図表 9-30 民間向け信用の推移とその変動要因（前年比）



注) 1. 月末残高ベース。
2. 日本銀行『金融経済統計月報』。

量的緩和政策導入から5年近く経過し、その間日本の景気も好調であるため、これが量的緩和政策の効果かどうかの判断は難しく、ポートフォリオ・リバランス効果は限定的であったと思われる。

また、量的緩和政策の効果として、金融システムの安定化に大きく貢献したとの意見もある。97年から98年にかけての金融危機時には、信用リスクが相対的に高いと見られた金融機関は、資金の借入ができず、資金ショートに陥り破綻に追い込まれた。量的緩和政策では、日本銀行が金融機関に対して相対で潤沢な流動性を供給することで、金融機関の流動性確保をより着実なものにし、金融機関経営を資金繰りの面から支援した。05年4月にはペイオフの全面解禁も実施された。しかし、景気の回復や株価の上昇、自己資本不足に陥ったりその銀行への対応がソフトランディング路線へ転換されたことなども金融システムの安定に貢献していると考えられ、これも量的緩和の効果としての評価は難しい。

量的緩和政策は、①政策目標を金利ではなく日銀当座預金残高に設定する、②この方式を消費者物価指数が安定的にゼロ%以上となるまで続けると約束した——という2つの枠組みで考えられる。とくに②について、途中で日本銀行がわざわざ具体的にコミットメントの明確化を発表したことは、日本銀行

行がコミットメント政策である時間軸効果を非常に重要視していたと考えられる。98年4月から05年4月まで日銀政策委員会審議委員として金融政策の立案、決定のプロセスに参画していた植田和男は、個人的意見、解釈としながらも、時間軸政策こそがゼロ金利制約に直面した日本銀行がさらに一段の金融緩和効果を狙って考え出した政策であり、量的緩和政策のコアだったと評価している（植田[2005]）。繰り返しになるが、日本銀行は量的緩和政策で、透明性を高めることで政策への信頼性を向上させ、人々の期待に訴えかける効果のあるコミットメント政策を実践してきた。これにより、短期金利がゼロ%となり、中長期の金利も低位安定し、日本経済の回復を下支えしてきた。

4.2 金融政策運営目標としての物価安定

日本銀行は、日銀法第2条で「物価の安定」を目標としている。これまでの日本銀行の見解（「物価の安定についての考え方[2000]」）では、「物価の安定」の定義を特定の数値で示すことは困難である、としていた。しかし、量的緩和解除を決めた06年3月9日の政策決定会合後、日本銀行が発表した『新たな金融政策運営の枠組みの導入について』では、「消費者物価指数の前年比で表現すると、0-2%程度であれば、各委員の「中長期的な物価安定の理解」の範囲と大きくは異ならない」とする見方を示した。福井総裁は会合後の会見で、この数値についてインフレ参照値と「概念的に大きく異なるもの」と説明したが、それ以降、0-2%のインフレ率が日本銀行の政策運営の基本となったように思われる。

諸外国の中央銀行を見ると、金融政策の目標はおおむね日本と同じように「物価の安定」を掲げており、CPIなどインフレ指標の具体的な数値目標を明示して政策運営を行っている国も多い（図表9-31）。このような、いわゆる「インフレターゲット」政策は88年、高インフレに悩むニュージーランドで導入されて以降、カナダ、英国等が続いて導入し、その後多くの国で導入され現在に至っている。インフレ目標政策のメリットとしては、次のようなものがあるといわれている（伊藤[2002]）。

- ① 透明性を高め、説明責任の明確化
- ② 期待インフレ率上昇による実質金利の引き下げ

図表 9-31 諸外国

| | 日本 | 米国 | 欧州中央銀行 |
|-----------|-------------------------------------|--|--|
| 目標 | 物価の安定 | 長期的な潜在成長力と調和したマネーと信用の成長の維持。物価の安定最大雇用、物価の安定、適度な長期金利 | 物価の安定 高い雇用、持続的かつインフレの無い成長 |
| 指標 | 総合判断 | 総合判断 | HICP (Harmonized Index of Consumer Price) |
| 物価安定の数値定義 | CPI で前年比 0-2% 程度 中心値でおおむね 1%前後 (注1) | コア CPI (エネルギーと食品を除く) で 1-2% が安定圏と考えられる (注2) | 2% 未満で、かつ中期的に 2% 近くのインフレ率を維持 |
| 目標設定主体 | — | — | 中央銀行 |
| 目標の期間の定め | — | — | 中期的目標 |
| 不履行時 | 特になし | 特になし | 乖離持続の理由と、物価安定の回復への方策を説明 |
| 免責事項 | なし | なし | なし |

注) 1. 06年3月9日の政策決定会合により導入。

2. バナナキ FRB 理事 (当時) が 05年3月8日の講演で、コア CPI で 1-2% を “comfort zone” と

3. これらの国々はインフレターゲット政策導入当初の高インフレ時は、1-2年程度の期限を設けてい
資料) 各国の中央銀行のホームページ。

の金融政策目標

| 英国 | ニュージーランド | カナダ | スウェーデン |
|---|--|----------------------------------|--|
| 物価の安定と通貨の信用 | 物価の安定 | 物価の安定 | 物価の安定 |
| CPI | CPI | コア CPI 変動大きい 8 項目と、 間接税を除く | CPI |
| ターゲット 2.0% | 中期の平均 1-3% | 2% 程度のトレンド維持； 1-3% レンジ | 2%；+/-1% |
| 政府 | 中央銀行と政府との公開の合意の中で決定 | 中央銀行と政府との公開の合意の中で決定 | 中央銀行 |
| 期間の定めなし（少なくとも 12 カ月に 1 回、政府が目標を決定）（注 3） | 中期的目標（中央銀行総裁の交替・再任の際、政府との合意を更新）（注 3） | 5 年程度 | なし（注 3） |
| 目標から 1 ポイント乖離したら総裁から大蔵大臣に公開書簡を提出。 3 カ月後も 1 ポイント乖離があれば、その理由と採るべき行動と復帰への時間、およびその方法が金融政策目標にどのように合致するかを含む追加書簡を提出 | 中期目標からの逸脱の理由と目標値への復帰の方法を、政策声明を通して説明。 中央銀行総裁の罷免の可能性も法律で規定されている | 金融政策報告の中で不履行の理由と履行への目論見と時間を説明 | 不履行は総裁の議会報告時に説明される |
| なし | 世界の消費者物価、間接税、自然災害による一時的な変動 | なし | 一時的かつ大きく突然のショック、ショックの内容は事前にアナウンスされる（住宅ローン金利、間接税、サブプライショック） |

して考えている旨を述べている。

だが、現在では特に期限の定めを明記せず、「中期的に」などの表現を使用している。

③ 手段の独立性を高める

金融政策の運営スタイルは大まかにいって、①物価安定の具体的定義を設ける狭義のインフレーターゲット政策②物価安定の数値的定義を設ける（広義のインフレーターゲット）③総合判断（物価安定の具体的定義なし）——の3つに大別される。①は一定期間内のインフレ目標値の達成と維持が定められる。それに対して中央銀行が責任を負い、ニュージーランドでは不履行の場合は中央銀行総裁が罷免される規定があるなど、目標値達成が厳格に求められる。政策の透明性や強いコミットメントによる物価安定の効果は大きい反面、政策運営の自由度はやや低下する。このようなスタイルは主に英国やカナダ等で採用されている。

②ではインフレ目標値は示されるが、それを実現するまでの期限はとくになく、中央銀行も目標達成を厳守する義務を負わない。①に比べて緩やかな運用といえ、政策運営の自由度もある程度維持できる。欧州中央銀行(ECB)がこの方式をとっている。

米国、日本は物価安定について具体的な目標数値は決めておらず、総合判断による③の類型とされている。ただし、米国では連銀幹部がコアCPIで1-2%の範囲が安定圏であると繰り返し明言しており、市場関係者もこの範囲を維持する運営がなされるとみて、市場の金利動向もこれを織り込む形となっている。ある程度の目標値を示して政策運営をしているという点では、ECBのスタイルに近い形である。

上記のように、主要国の多くで、「物価の安定」について多少のばらつきはあるものの、CPIなどで1-2%程度の水準で数値的定義をし、コミットメントを明確化して金融政策を運営するスタイルがとられている。一方、日本では前節で述べたように、量的緩和政策時は人々の期待（予想）に訴えかけるコミットメント政策を取り入れる形となっていた。量的緩和の解除を決定した時点で、福井総裁はインフレ参照値ではないとし、総合判断による政策運営を続けると会見で答えた。ただ、「中長期的な物価安定の理解」について数値は示しており、実質的にこのインフレ率を念頭に置いた運営をすると考えられる。量的緩和の解除以降も、金融政策の枠組み自体は継承し大きく変えるべきでないだろう。

カナダ、英国、スウェーデンにおけるインフレーション・ターゲッティング

グの採用は、①マネーサプライの中間目標としての信頼性低下により最終目標そのものをターゲットとする必要が生じたこと、②インフレ引き下げ政策を遂行するうえで中央銀行のクレディビリティを高めること、が主眼であったといえるが、同時に、③中央銀行が金融政策を遂行するうえで、その責任を明確にする（accountabilityを高める）とのねらいも込められていた。とくにインフレーション・ターゲティングを対外的に表明して政策を運営することは、中央銀行の政策遂行のパフォーマンスを計測する尺度を公にすることになり、その責任の範囲を明確にすることにつながる。

日本銀行はこれまで物価の安定が金融政策の最大の目標であることを繰り返し表明してきたが、目標とする物価上昇レンジを設け、金融政策の目標を明確化することは大きな意義があると考えられる。日本はインフレ率が低すぎる状態にあり、過去にインフレターゲットを導入した国とは状況が異なるが、物価安定の目標について政府・国会とのコンセンサスを作っておくことは、将来金利引き上げが必要になった場合における政治圧力を食い止める面でも有効であろう。たとえば、将来政策運営上のジレンマ状態に陥った場合、ずるずるとインフレ率の上昇を容認してしまうことを未然に意識的に避けることが可能になる。具体的には、景気が過熱しつつある下で円高を避けるために金融緩和を続ける場合、将来のインフレ加速をどこまで容認するか、明示的な一線を設けておくことは有意義だろう。

5 為替相場変動と日本経済

本節では、円・ドルおよびユーロ・ドルの実質為替レートに焦点を当て、その変動要因を経常収支・直接投資収支と実質金利差をもとに定量的に分析する。また日本政府による為替介入の効果についても考察する。

5.1 為替レートの推移とその変動要因

絶対的購買力平価説と相対的購買力平価説

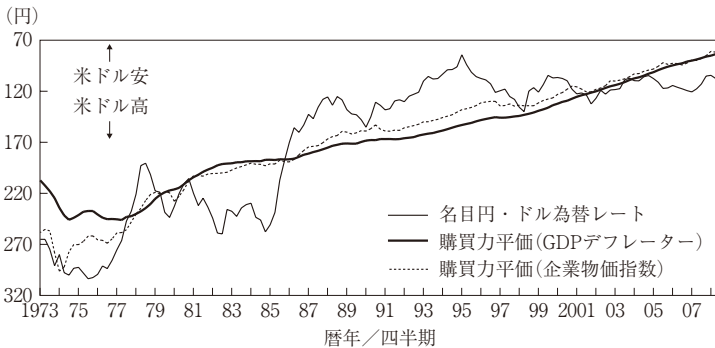
購買力平価説とは、異なる2つの通貨の購買力は等しくなるように為替レートが決まるはずであるとする考え方で、「絶対的購買力平価説」と「相対的購買力平価説」の2通りがある。

「絶対的購買力平価説」では、たとえば、米国では1万ドルで買える商品のバスケットが、日本では120万円で買えるとする、1ドル120円が購買力平価となる。これは輸出入が自由で関税も輸送コストもないと仮定する世界では、同じ商品の価格は等しくなるという「一物一価の法則」に基づいている。一方「相対的購買力平価説」では、2カ国の国際収支が均衡と考えられるときを基準点として、この基準点を100として2カ国の物価指数を測定し、基準点の名目為替レートに物価指数の比を乗じて算出した値を購買力平価とする。

$$\begin{aligned} \text{相対的購買力平価(円・ドルの場合)} &= \text{基準点の対米ドル名目為替レート} \\ &\times \frac{\text{日本の物価指数}}{\text{米国の物価指数}} \quad (1.1) \end{aligned}$$

たとえば、基準点の円の対米ドル為替レートが1ドル150円とし、他の時点における米国の物価が基準点に対し1.5倍になり、日本の物価が変化して

図表 9-32 円・ドルの購買力平価（73年4-6月期-08年10-12月期）



- 注) 1. 円・ドル相対 = 対米ドル名目為替レート × 日本の物価指数 / 米国の物価指数
 的購買力平価 = 為替レート
 73年4-6月期から08年10-12月期の実際の名目為替レートの相対的購買力平価との下方乖離の合計と上方乖離の合計が一致するように基準化したものである。
2. 物価指数は、GDPデフレーター（季節調整済み）のほか、国内企業物価指数総平均（日本）、生産者物価指数（米国）を使用。未公表の計数については、OECDの予測値を使用。
3. 購買力平価（企業物価指数、生産者物価指数）は、73年4-6月期-08年7-9月期。
- 資料) 内閣府『国民経済計算年報』, IMF "International Financial Statistics", IMF "World Economic Outlook Database, October 2008", OECD "Economic Outlook, November 2008".

いない場合、相対的購買力平価は1ドル100円 ($150 \times 1/1.5$) になる。同じ財であっても、関税や輸送コストや貿易障害の存在により各国で価格が異なることが多い。広い範囲の財を対象としたバスケットでは、絶対的購買力平価はほとんど成立しないので、ここでは相対的購買力平価を用いることとする。

図表9-32の相対的購買力平価は、73年4-6月期から08年10-12月期の実際の名目円・ドル為替レートの相対的購買力平価との下方乖離の合計と上方乖離の合計が一致するように基準化したものである。なお、相対的購買力平価の計算にあたっては、物価指数は各国のGDPデフレータのほか、日本は企業物価指数、米国、ドイツは生産者物価指数を用いた。

円・ドル為替相場の購買力平価の推移

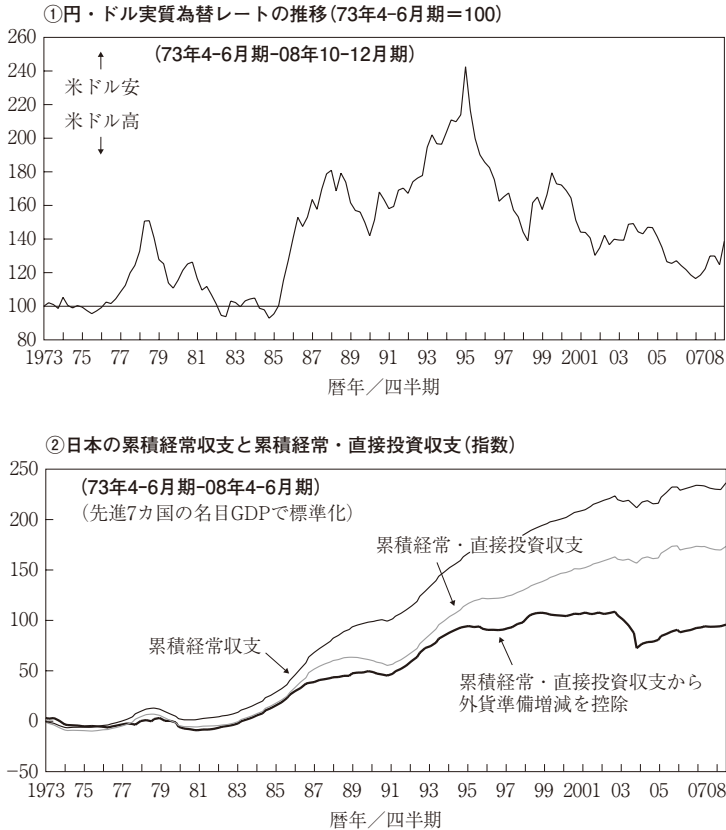
図表9-32で円・ドルの相対的購買力平価を見ると、GDPデフレータを使って求めた場合と企業物価指数を使って求めた場合とでは若干の差があるものの、どちらも緩やかな円高傾向を示していることがわかる。それに対し、名目為替レートは、80年代半ばから90年代後半まで購買力平価から大きく円高方向に乖離していたが、2000年代前半は購買力平価に近い水準で推移している。05年以降には、再び購買力平価との乖離幅が円安方向で拡大したものの、現在、乖離幅は縮小する方向にある。09年1月末現在、名目為替レートは1ドル90円前後で推移しているが、購買力平価で見ても足元では1ドル80-90円程度であることから、両者はほぼ一致しつつあるといえる。

購買力平価説が成立していれば、名目為替レートは物価変動を打ち消すように変化するため実質為替レートが一定となるはずであるが、図表9-32で見たように実質為替レートは大きく変動している。しかし、名目為替レートと実質為替レートの変動幅を比べた場合、実質為替レートの方が小さい。これは、長期的に見れば、為替レート変動はある程度2カ国の物価変動の違いにより説明できることを意味している。このように、中長期的な為替レート変動の説明には購買力平価説が重要な役割を果たしている。

5.2 実質為替レートと為替レート変動要因

為替レートは、短期的には政府要人の発言など外的ショックでも大きく変動するため、モデル化して説明するのは困難である。しかし中長期的にみれば

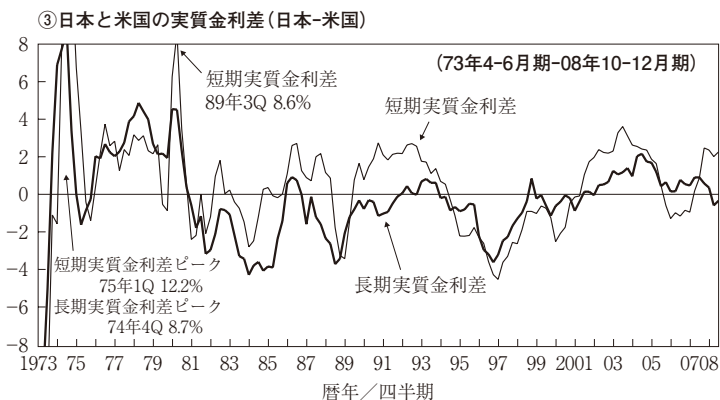
図表 9-33 円・ドル実質為替



ば、内外の金利差や累積経常収支といったファンダメンタル要因からある程度は説明できる。

図表 9-33 は日本の対米ドル実質為替レート、累積経常収支、米国との実質金利差の推移を示したものである。ここで、累積経常収支は先進7カ国の名目 GDP で標準化している。標準化の手法については、①ドル換算した先進7カ国の名目 GDP の合計から各国のドル換算した GDP のウェイトを算出、②為替レートからの影響を避けるため、各国通貨建て名目 GDP の成長率に①で算出したウェイトで加重して先進7カ国合計の名目 GDP 成長率を計算し、73年4-6月期を1として先進7カ国 GDP を指数化、③累積経常収

レートとその背後にある要因



- 注) 1. 為替レートは、月中平均値の四半期平均指数(73年4-6月期=100)。
 2. 実質為替レートは、物価指数にGDPデフレーターを使用して算出。
 3. 累積経常収支および累積経常・直接投資収支は、先進7カ国の名目GDPで標準化。
 4. 短期金利…日本は79年4-6月まで現先3カ月物の月末値、79年7-9月以降はCD3カ月物の月中平均値四半期平均。
 5. 長期金利は10年物国債最長期物月中平均値(ただし79年までは利付電債)。
 6. 実質長期金利は、名目長期金利から1年後の事後的な物価上昇率(GDPデフレーターを使用)を差し引いて算出。実質短期金利は、名目短期金利から1四半期先の物価上昇率(GDPデフレーターを使用)の3期移動平均値を差し引いて算出。
 7. 直近の実質金利の算出に用いるGDPデフレーターについては、日本はIMF予測値を、米国はOECD予測値を使用。
- 資料) 日本銀行『国際収支統計月報』、内閣府『国民経済計算年報』、IMF“International Financial Statistics”、IMF“World Economic Outlook, October 2008”、OECD“Economic Outlook, November 2008”。

支を②で求めた先進7カ国GDP指数で割る——という方法で行っている。また、累積経常収支のグラフには、経常収支に直接投資収支を加えた累積経常・直接投資収支の推移も示している。

日本の居住者が経常収支の黒字でドル建て債券を購入する場合には、ドル建て債券の保有残高は為替リスクにさらされた為替持ち高として認識されるが、経常収支の黒字を直接投資することによって外国企業の所有権などを取得する場合は、投資額を為替持ち高として認識しないのが一般的である。なぜならば、直接投資は海外の生産設備等の実物資産を取得することを意味し、購買力平価説が成立していれば、名目為替レートの変動が生じても物価変動

が生じ、名目為替レートの変動によるキャピタルゲイン・ロスは打ち消されてしまうためである。また、投資資金を回収する時点が遠い将来であり、かつ結果の不確実性が高いためである。したがって、直接投資の増加は為替レートのヘッジ圧力とならず、経常収支が為替レートに与える効果を弱めている。為替レートと経常収支の関係を見るには、直接投資の動きも考慮する必要がある。

図表9-33で見たように、日本の累積経常・直接投資収支は、84年以降増加傾向にあり、中長期的には大きな円高要因として働いていると考えられる。日米の実質金利差を見ると、04年ごろは日本のデフレによる実質金利上昇と米国の利下げにより、日本の実質金利が米国に比べ高かったが、04年6月に米国連邦準備理事会（FRB）がFFレートを1.00%から1.25%に引き上げた後、06年6月に5.25%とするまで17回連続の引き上げを行い、06年には短期の日米金利差が逆転（日本<米国）した。短期金利のこうした動きは同時期に円安要因として働いたが、その後07年に入って再度、日米金利差が逆転（日本>米国）した。これは、07年2月に日本銀行が誘導目標としている翌日物コールレートを0.25ポイント利上げしたことに加え、米国ではサブプライムローン問題による流動性危機の対策として、FRBがFFレートを07年9月から断続的に引き下げ、08年4月までに2.00%まで引き下げられたことによる。したがって、足元の円高傾向は、実質短期金利差のプラス幅拡大によるところが大きいと考えられる。

改めて図表9-33を一定期間ごとに区切ってみると、74-79年、および85-95年の円・ドル実質為替レートの上昇は、累積経常・直接投資収支の拡大におおむね対応していることがわかる。一方、79-85年および95-06年は、累積経常・直接投資収支が増加しているにもかかわらず円安に推移しているが、この間は、実質長期金利差がマイナスになるなど実質為替レートの動向にある程度対応している。

日本では90年代以降、公的為替介入を断続的に行っており、近年の為替レート動向を考えるうえではその影響を考える必要がある。最近まで続いた円安傾向は、外貨準備増減を控除した累積経常・直接投資収支の推移と重ね合わせてみると、90年代以降、断続的に行われた政府による為替介入の影響があると考えられる。リスクプレミアム理論から考えると、日本の経常黒

字の累積は為替リスクを伴う外貨建て資産が増加することを意味し、基本的には円高要因として働くはずである¹¹⁾。しかし、通貨当局が円売り・ドル買い介入を行い、ドル建て資産保有に伴う為替変動リスクを負担することで、日本の民間部門の為替変動リスクを軽減して外貨売り圧力を和らげ、円安に抑制していたことが指摘されている。

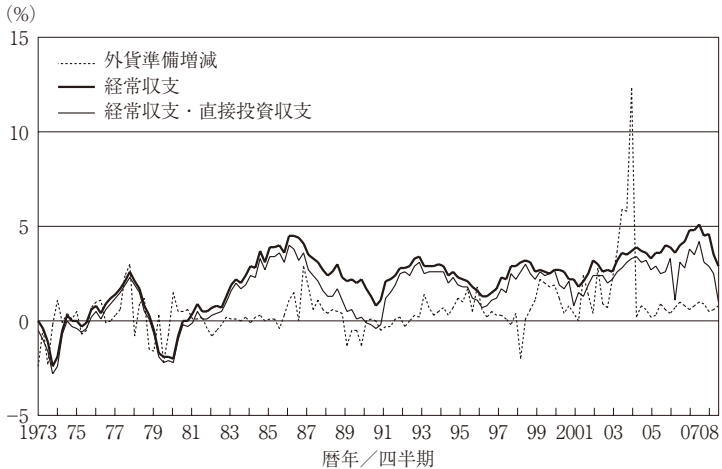
図表 9-34 は経常収支等の名目 GDP 比率である。99 年以降は外貨準備の増加率が高く、とくに 03 年は経常収支黒字の増加を大幅に上回る外貨準備の増加が見られる。図表 9-35 を見ると、03 年から 04 年にかけて、政府・日本銀行による史上最大規模の円売り・ドル買い介入が行われ、実に、外貨準備増減のほとんどが為替介入分となっていることがわかる。なお、04 年 3 月以降では介入は行われておらず、外貨準備の増加はもっぱら保有資産の運用収益によるものである。

前述のとおり、為替介入は、民間部門の為替変動リスクを軽減すると同時に、通貨当局がその為替変動リスクを負担することであり、長い目で見れば、介入効果は経常収支の不均衡が為替需給に与える影響とほぼ同じである。従って、為替介入が為替レートに与える影響を考える場合、保有外貨資産の運用収益も考慮する必要がある。そこで先の図表 9-33 では、介入額ではなく、保有外貨資産の運用収益も含まれる外貨準備増減を累積経常・直接投資収支から控除したものを併せて記している。

ここで、秋山、磯部、岩淵[2006b]の為替レート関数の計測結果を用いて、介入による円押し下げ効果を推計してみよう。経常収支・直接投資収支の対名目 GDP 比率よりも外貨準備増減の対名目 GDP 比率の方が上回った 03 年 1-3 月期から 04 年 1-3 月期までを対象として、分析してみる。この時期の外貨準備増減の合計は、約 3,300 億ドルであった。04 年 4-6 月期の累積経常・直接投資収支が名目 100 億ドル黒字に変化した場合の実質為替レートの変化は 0.63% であるから、この時期に為替介入がなかった場合、実質為替レートは約 21% (0.63×33) 変化することになる。つまり、為替介入は約 21% 円安方向に押し下げの効果があつた。実質為替レートは、為替介入が断続的に行われた 03 年以降も円安方向には向かわなかったものの、為替介入

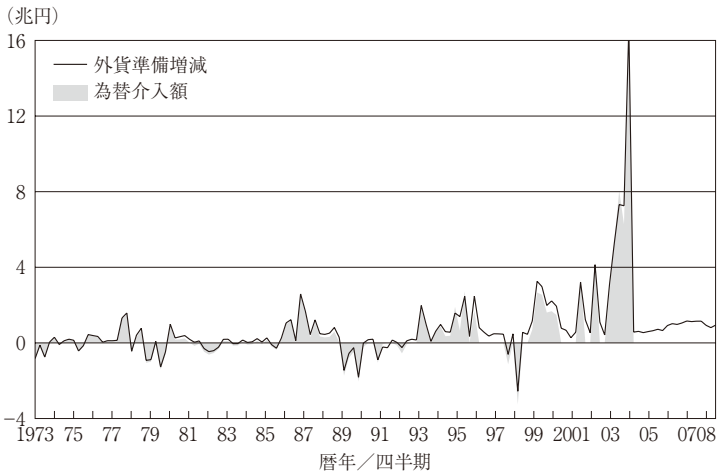
11) より詳しくは深尾[1983, 1990, 2007]を参照。

図表 9-34 経常収支等の名目 GDP 比率 (73 年 4-6 月期-08 年 7-9 月期)



資料) 日本銀行, 内閣府『国民経済計算年報』, IMF “International Financial Statistics”.

図表 9-35 為替介入額と外貨準備増減



注) 91 年 4 月以前の介入額は公表されていないため, 91 年 4 月以前は介入額を推計している。
資料) 日本銀行, 財務省『外国為替平衡操作の実施状況』.

が円高の進行を減速させ、景気の下支えをしたのは間違いない。

6 おわりに

金融政策運営の最も重要な目標は、日本経済の安定した成長を維持することである。賃金・物価の安定はそのための必要条件であるので、日本銀行は金融政策で物価の安定を維持する必要がある。

カナダ、イギリス、スウェーデンにおけるインフレーション・ターゲティングの採用は、①マネーサプライの中間目標としての信頼性低下により最終目標そのものをターゲットとする必要が生じたこと、②インフレ引き下げ政策を遂行するうえで中央銀行のクレディビリティを高めること、が主眼であったといえるが、同時に、③中央銀行が金融政策を遂行するうえで、その責任を明確にする（accountability を高める）とのねらいも込められていた。とくにインフレーション・ターゲティングを対外的に表明して政策を運営することは、中央銀行の政策遂行のパフォーマンスを計測する尺度を公にすることになり、その責任の範囲を明確にすることにつながる。

日本銀行はこれまで物価の安定が金融政策の最大の目標であることを繰り返し表明してきているが、目標とする物価上昇レンジを設け、金融政策の目標を明確化することは大きな意義があると考えられる。日本はインフレ率が低すぎる状態にあり、過去にインフレターゲットを導入した国とは状況が異なるが、物価安定の目標について政府・国会とのコンセンサスを作っておくことは、将来金利引き上げが必要になった場合における政治圧力を食い止める面でも有効であろう。たとえば、将来政策運営上のジレンマ状態に陥った場合、ずるずるとインフレ率の上昇を容認してしまうことを未然に意識的に避けることが可能になる。具体的には、景気が過熱しつつある下で円高を避けるために金融緩和を続ける場合、将来のインフレ加速をどこまで容認するかについて、明示的な一線を設けておくことは有意義であろう。

何を物価の安定と定義するべきかという問題は、経済の構造変化、技術進歩による生産性の上昇率、国際経済環境などによって変化するので普遍的な基準は設定できないが、現在の日本であれば、コアの消費者物価指数のトレンド上昇率でみて1-2%程度が適当であろう。実際、ECBは2%弱を目標に

しているし、米国でも1-2%の消費者物価上昇率を物価の安定と見なしている。

しかし日本においては、インフレ率だけに目標圏を設けこれを達成すれば、インフレ率以外の「持続的な経済成長」などの金融政策運営上の目標については、これを無視してよいのかとの疑問が生ずる。なぜなら1980年代の日本では、前年比で見て消費者物価インフレ率（消費税導入調整後）はほとんど全期間で3%以下にとどまったにもかかわらず、資産インフレとその後のデフレで、金融機関の安定性が損なわれたからである。第1次石油危機以後の景気サイクルにおいては、景気の過熱期においても物価が比較的安定していたことを考慮すると、インフレ率に対して目標レンジを設けることは、必ずしも金融政策運営上の縛りとして十分でない可能性がある。このため、インフレ率に対する目標レンジ達成は、金融政策のパフォーマンスを計る上での十分条件ではなく、必要条件として扱うべきだと考えられる。すなわち、一般物価上昇率の目標レンジを達成するとの制約のなかで、経済の持続的成長の達成、資産インフレの防止などの重要な金融政策上の目標を追求することが、望ましいと考えられる。

補論 デフレの原因に関する誤った議論¹²⁾

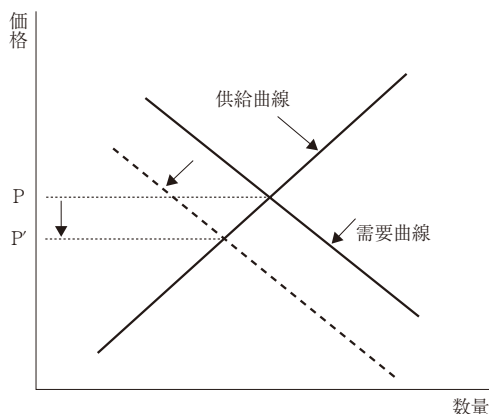
1 相対価格と絶対価格の混同

一般物価の下落は、賃金水準を含むすべての財やサービス価格の下落であり、個別の財やサービスの価格の下落とは異なる。そして、技術進歩などによってある財の相対価格が下がる場合でも、経済全体の物価水準は下落する必要はない。これは単純なことであるが、実はしばしば議論に混乱が見られてきた。

相対価格とは、たとえばミカンとリンゴの交換比率、あるいは米と携帯電話の交換比率のことである。もちろん、ミカンとリンゴが直接交換されることはまずないが、貨幣を介して間接的に交換することが可能である。この間接的な交換比率が相対価格である。たとえば、ミカンが1個20円、リンゴ

12) デフレの原因については、深尾[2002]に詳しいので参照されたい。

図表補1 需要の減少と価格低下



が1個100円であれば、リングはミカンで計って5という相対価格になる。他方、財やサービスと貨幣の交換比率が絶対価格であり、先のみカン20円、リング100円というのが絶対価格である。消費者物価指数、卸売物価指数、GDPデフレーターなどの一般物価指数は、この絶対価格の加重平均値を、ある時点を100とする指数で表したものである。この説明からわかるように、相対価格が大きく変化しても一般物価が変動しないことは十分考えられる。米で計った携帯電話の相対価格が大きく下落しても、米の1キロあたりの絶対価格が上昇して、携帯電話の絶対価格が一定にとどまれば、一般物価は上昇する¹³⁾。

2 ミクロ需給分析のマクロ経済への誤用

デフレの分析として、図表補1のような需要曲線と供給曲線が描かれ、需要曲線の左へのシフトによる価格の下落としてデフレが説明されることがある。しかし、このミクロ経済学の部分均衡分析では、他の財やサービスの価格がすべて一定と置かれていることに注意が必要である。この意味で、ミクロ経済学の分析は相対価格の分析である。ある1つの財の需要が減少すれば、たしかにその財の相対価格は下落する。しかし、一般物価の分析には使えな

13) 相対価格と絶対価格の誤解に関して、『ESP』、2002年1月号、p.55にある若槻三喜雄氏と筆者の議論を参照されたい。

いのである。

この図表を拡張して、すべての財の需要曲線と供給曲線が書かれることがある。マクロ経済学の入門書にある、総供給曲線と総需要曲線を使った分析である。しかしこのように解釈し直しても、この総供給曲線は、賃金率を一定と置いた分析であることに注意が必要である。まず総需要曲線は、IS-LM分析の均衡点から導出される。IS-LM分析では通貨供給量を一定と置いているため、物価水準が上昇すれば、通貨の実質残高が減少して、金利が上昇する。これが投資を減少させるため、総需要は減少する。このため、総需要関数は右下がりとなる。総需要関数は、財政支出の減少、増税、マネーサプライの減少、貯蓄性向の上昇などにより左下にシフトする。

次に総供給曲線が右上がりになるのは、縦軸の一般物価水準が上昇すると、実質賃金が下落して、企業の採算が好転するからである。つまり、労働の限界生産力が逡減すると想定されているため、実質賃金の下落は企業の最適な生産水準を上昇させる。

このため、図表補1のように総需要曲線が左下にシフトした場合には、一般物価の下落と生産数量の減少が発生する。しかしこの分析において、賃金率は常に一定に維持されると想定されていることに注意を要する。以上からわかるように、この分析では総需要が減少した場合、物価の下落と生産量の減少が発生することがわかる。しかし賃金水準の変動を分析するには無力である。

3 輸入物価の影響

最近、中国から安価で良質な消費財が流入し、日本の物価下落要因になっているといわれている。これに関連して、中国の賃金水準が日本よりもはるかに低いことから、国際貿易の理論にある「要素価格均等化定理」を援用して、日本の賃金水準が大幅に下落するのは避けられないとの議論もある。

まず、低価格輸入品の影響を整理してみよう。

たしかに、金本位制や第2次世界大戦後から1973年までのブレトンウッズ体制のような固定相場制の下では、海外の物価下落は輸入価格の下落を通じて、自国のデフレ圧力になる。たとえば、中国は人民元を米ドルに固定しているため、中国が低価格の製品を大量に生産して米国に輸出すれば、米国

はデフレ圧力を受ける。しかし、日本の円は米ドルや人民元に対して変動相場となっているため、中国などの新興国からの輸入品の流入を、日本の継続的なデフレ現象の原因とするのは誤りである。

固定相場制の下で一国が生産する貿易財がコストの上昇（競争国と比較した相対的な上昇でもよい、以下同じ）により、貿易財市場において他の国に対して価格競争力を失った場合には、平価の切り下げか、物価の引き下げが必要である。これに対し、変動相場制の下では、コストが上昇して従来の為替相場の下で価格競争力を失った国の経常収支は赤字になり、市場圧力により自動的に為替相場が切り下がり価格競争力は回復する¹⁴⁾。このため生産コストが上昇して貿易財市場における価格競争力が低下しても、失業増加や企業倒産などの副作用のきわめて強いデフレ政策を採用する必要はない。なお以上の議論は、品質や納期などの価格以外の質を考慮しても成立することに注意されたい。

次に、要素価格均等化定理について見てみよう。理論的には、2つの国が貿易を行って、実質賃金と資本の実質収益率という2つの要素価格が均等化するためには、強い仮定が必要である。つまり、資本や労働の質を含む2つの国の技術水準（理論的には生産関数として表される）が同じレベルにあり、貿易に対する障壁がなく、広範な財やサービスの貿易が行われることが必要である。このとき、労働力が豊富な国は労働集約的な財を輸出し、資本が豊富な国は資本集約的な財を輸出する。この結果、労働と資本が直接2国間で移動しなくても、実質賃金と資本収益率は均等化する。この理論は、日本と中国に適用できるだろうか。

中国の1人当たり名目国内総生産は、日本の約10分の1という低い水準にある。これは、中国の生産技術の水準が、平均的に見れば日本よりもはるかに低いからである。中国の労働や資本の質を含む技術水準が日本と同じであれば、中国の資本蓄積がいくら低いといっても、その生活水準は現在よりもはるかに高いはずである。しかも日本が資本集約的な財を輸出し、その代わりに中国が労働集約的な財を輸出すれば、日本の実質賃金は低下するが、資本収益率は上昇するはずである。さらにいえば、日本の実質賃金の低下が

14) 貨幣錯覚がない2カ国の理論モデルを考えるかぎり、一方の国の物価水準が上昇すると、それに見合ってその国の通貨の名目が為替相場は切り下がり実質為替相場は一定となる。

発生する場合でも、日本の名目賃金は低下する必要はなく、名目賃金を一定にしつつ日本の物価を上昇させるとともに、円の人民元に対する為替相場を切り下げればよい。

長期的には、日本からの直接投資などを通して中国の技術水準が日本の水準にキャッチアップし、貿易が拡大することで、要素価格は均等化していくだろう。この過程では、日本は比較優位をなくした産業から撤退し、より高度な産業に資源を移していくという厳しい構造調整を迫られる。しかし要素価格均等化は、日本の実質賃金が低下することではなく、中国の実質賃金が上昇することにより達成されるだろう。

参考文献

- 秋山英樹，磯部直昭，岩渕正明[2006a]，「量的緩和解除と今後の金融政策」，日本経済研究センター金融研究班報告書『政府系金融機関と量的緩和解除の影響』。
- 秋山英樹，磯部直昭，岩渕正明[2006b]，「世界不均衡の拡大と為替レート調整」，日本経済研究センター金融研究班報告書『政府系金融機関と量的緩和解除の影響』。
- 伊藤隆敏[2002]，「日本における物価安定数値目標政策の可能性」『フィナンシャル・レビュー』財務省財務総合政策研究所，8月。
- 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。
- 南里光一郎[2009]，「円高の進行と為替レートの決定要因」，日本経済研究センター金融研究班報告書『世界金融危機下の日本経済』20号3月。
- 日本経済研究センター金融研究班報告書4号[2001]，『デフレ下の金融政策運営』3月。
- 日本経済研究センター金融研究班報告書6号[2002]，『政府，企業，銀行部門の信用力』3月。
- 日本銀行[2000]，『「物価の安定」についての考え方』10月。
- 日本銀行[2004]，『日本銀行の政策・業務とバランスシート』。
- 野口美樹[2009]，「GDPギャップとデフレ加速のリスク」，日本経済研究センター金融研究班報告書『世界金融危機下の日本経済』20号3月。
- 深尾光洋[1983]，『為替レートと金融市場——変動相場制の機能と評価』，東洋経済新報社。
- 深尾光洋[1990]，『実践ゼミナール国際金融』東洋経済新報社。
- 深尾光洋，日本経済研究センター編[2000]，『金融不況の実証分析——金融市場情報による政策評価』日本経済新聞社。
- 深尾光洋，吉川洋[2000]，『ゼロ金利と日本経済』日本経済新聞社。
- 深尾光洋[2002]，「デフレ，不良債権問題と金融政策」，小宮隆太郎，日本経済研究センター『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，第1章。
- 深尾光洋[2007]，『国際金融市場と為替レートの決定』証券アナリスト第2次レベル通信教育講座テキスト。