

第5章 デフレの発生と金融政策

本章では、1998年から2001年3月に量的緩和政策が導入されるまでの日銀金融政策の推移を叙述する。新日銀法によって1998年1月から発足した金融政策決定会合の議事分析を通じて、政策決定の背後にあった各政策委員間の情勢認識の相違、日銀の独立性論、時間軸効果論、インフレ・ターゲット論などの理論的背景について検討することにする⁴⁹⁾。

第1節 物価動向の推移

(1) デフレの定義を巡る議論

2001年3月、政府はデフレーションの定義を「物価下落が2年以上継続している状態」とし、この定義の下で、麻生太郎経済財政相が「日本経済は穏やかなデフレにある」と表明した。これは日本政府が公式にデフレを認めた戦後初の事例となった。デフレの定義について、政府はそれまで、経済企画庁が1999年の物価レポートで定めた「物価下落を伴った景気後退」と定めており、期間や程度における解釈の幅を残しておくことによって、公式に経済がデフレ状態にあることを明言することを回避していた。こうした定義は国内でもデフレを巡る定義の多様性をもたらし、議論に混乱をもたらしていたこと、さらにIMFをはじめとする国際的な定義と異なる基準を用いることで、日本のデフレ対策に遅れをもたらしているとの指摘がなされてきた。また物価が一般的かつ持続的に下落すれば実体経済にも悪影響を及ぼすとの認識が広がってきたことから、物価水準のみを基準としてデフレ定義の採用に踏み切ったものといえる。

物価を図る指数としては卸売物価指数より偏りが少ないとされる消費者物価指数(CPI)が用いられることになった。総務省がまとめている全国の消費者物価指数(1995年=100)では、2000年の総合指数が前年比0.7%減と過去最大の下落。1999年にも同0.3%減と戦後初めて2年連続して下落しており、新たな定義による「デフレ」に合致していたのである。

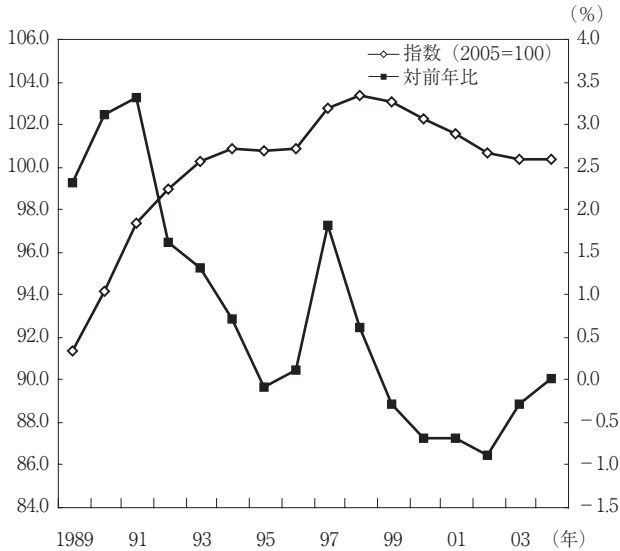
(2) CPIのバイアスに関する議論

政府による新たなデフレ定義の設定により、政策的指数としての重要性を増したCPIであるが、CPIについては従来そのバイアスの存在について、議論がなされてきた。とくにブッシュ米大統領の経済アドバイザーであったボスキンによるレポート(Advisory Group to Study the Consumer Price Index (1996))のな

49) 本章における日本の金融政策の事実関係についての記述は特に断りのないかぎり、日本銀行「金融政策決定会合議事要旨」に拠る。

http://www.boj.or.jp/theme/seisaku/mpm_unei/giji/index.htm 参照。

図表 5-1 消費者物価指数の動向



出所) 総務省HPデータより作成。

かで、CPIは年率1.1%程度の上方バイアスをもっているとの指摘がなされ、議論となった。ボスキン・レポートが指摘したCPIの上方バイアスとは、①CPIは、マーケット・バスケットを基準年で固定している(ラスパイレクス指数)ため、安いものを多く買うという代替効果が反映されない(代替効果バイアス)、②安売り店での購入がより頻繁になったとしても、CPIにはそうした店舗間の代替効果が十分に反映されない(ディスカウント店バイアス)、③新製品等によって出回り品に変化が生じた場合、価格調査の対象となる銘柄の変更が行われるが、その際の品質変化を十分に調整することができないため、価格の上昇を過大評価してしまう(品質向上を過小評価してしまう)(品質変化バイアス)、④CPIの品目は、数年に一度の基準改定時にのみ追加・変更されるため、新製品が出てCPIに含まれない、もしくは、ラグをもってしか含まれない。この結果、新製品が登場してから数年間のうちにしばしば生じる大幅な価格下落がCPIに反映されない(新製品バイアス)、などである。以上の根拠により、ボスキンらは、CPIの上方バイアスを年率1.1%程度(0.8%から1.6%)と推計している。

一方でボスキンの上方バイアスに対する反論も存在した。ベーカーによる「BLSの反論」である(Dean Baker[1995])。この議論は、①代替効果によるバイアスは、比較的小さい(年率0.1%から0.2%)、②ディスカウント店で販売されているものの占める割合は小さい(15%程度)、③品質変化については、上方バイアスだけではなく、下方バイアスをもたらす場合もある(とくに、サービスの悪化等が物価指数に反映されない場合)、④新製品が一般に普及するのは、価格が低下してからであり、その前の価格下落はCPIに反映させるべきではな

い。こと等が主張されている。さらに、BLSは、健康保険費用、個人向けビジネス費用（弁護士費用等）、生活の質を維持するための費用（例えば、安全な地域に住むための費用等）等がCPIに適切に反映されていないことは、むしろ下方バイアスをもたらししている可能性があり、CPIが上方バイアスをもつという指摘は、ほとんど根拠がないと主張している。

そのほか、白塚[1995]は、指数算式（これは、上述の品目間の代替効果に起因する）によるバイアスを推計し、固定基準ラスパイレス指数は、連鎖基準トウルクヴィスト指数及び連鎖基準フィッシャー基準に対して、それぞれ年率0.3%、0.2%の上方バイアスを有していると推計している。これ以外のバイアスについても、様々な議論がなされたが、結局その定量的効果は明らかにされぬまま、CPIを用いたデフレ定義が定着していくこととなった。

第2節 世界的なデフレ懸念

1997年7月よりタイを中心に始まったアジア通貨危機は、タイ、インドネシア、韓国等、東アジア、東南アジアの各国経済に大きな影響を及ぼした。タイやインドネシアでは、ヘッジファンドによるパーツ売りが活発化したことによりドルベッグ制の維持が不可能になり、対ドル為替レートや株価の暴落を招いたほか、韓国でも財閥系の名門、起亜自動車の倒産を皮切りに経済状態が悪化し、同年末にデフォルト寸前の状況にまで追い込まれた。アジア諸国に向けての工業製品輸出の多い日本は、これらアジア諸国の通貨危機の影響を深刻に受ける立場にあった。前節で述べたように、橋本内閣の財政構造改革路線の下で緊縮財政が取られていたことも災いし、これにアジア通貨危機が追い討ちをかけ、1998年には遂に実質マイナス成長に陥ったのである。アジア通貨危機の影響はアメリカにも及んだ。アメリカでは1997年10月27日、アジア経済への不安から、ダウジョーンズの工業株価が554ポイント（7.2%）の下落幅を記録し、ニューヨーク証券取引所は短い間ながら取引を停止した。アジア通貨危機を背景に世界的デフレ懸念が表面化しつつあったのである。

第3節 新たな金融政策決定フレーム

(1) 金融政策決定会合における議論の経緯

1998年1月、日銀法改正により、日銀の政策委員会合として金融政策決定会合が発足した（日銀法改正については第2章を参照）⁵⁰⁾。旧法では日銀の意思決定が、政策委員会と総裁・副総裁・理事よりなる会合に二元化しているとの批判があり、意思決定を金融政策決定会合に一元化し、同時に政策の中立性と透明性

50) なお、新日銀法の全面施行は1998年4月1日からであるが、金融政策決定会合に係る条項は全面施行に先立って施行された。

を高めることが目指されたのである。会合には日銀総裁と2人の副総裁、6人の審議委員（有識者、金融界、財界出身者など）からなる政策委員が参加するほか、財務大臣及び経済財政政策担当大臣、などの政府委員もオブザーバーとして出席することになった。オブザーバーには発言は許されるが、議決権はない。この点は従来の政策委員会において、政府委員2名に議決権が与えられていたことからの大きな変化であり、この改正日銀法は、日銀の中立性を強化する法律であると評価された。ただし政府委員には議決に対して、その議決を次回の会合まで延期させることを求める「議決延期請求権」が認められており、政策委員はこれについて請求に応じるか否かの議決を行うことが義務付けられたのである。

議事の内容は、公定歩合、準備預金制度の準備率、金融市場調節の方針、金融政策判断の基礎となる経済及び金融の情勢に関する基本的見解などであり、毎回の会合において議長をはじめとする委員提出の議案が議決され、その内容は会議終了直後に公開され『金融経済月報』に掲載された。議事内容についても、「議事要旨」が会議の約1ヵ月後に公表され、これら一連の改正によって、金融政策の透明度を向上させることが目指された⁵¹⁾。

表5-2は1998年1月から量的緩和と政策へ転換が決定された2001年3月にかけての金融政策会合の会議実施日と出席者の一覧である。日銀法改正後も、松下康雄総裁時代には政策委員の増員は行われておらず、総裁、審議委員3名、政府委員2名で会議が進められていた。ただし、政府委員2名は1月以降、議決には参加していない。3月、速水優が総裁に就任すると、段階的に政策委員の増強が進められ、藤原作弥、山口泰の副総裁2名が政策委員に加わり（従来副総裁は執行部として参加し、議決権は無かった）、審議委員も従来の後藤康夫（元農林水産事務次官1999年9月まで在任）、武富将（元日本興業銀行取締役）、濃野滋（元通産省事務次官～1998年3月）、三木利夫（新日本製鐵株式会社取締役）、中原伸之（元東亜燃料工業代表取締役）、篠塚英子（お茶の水女子大学教授～2001年3月）、植田和男（東京大学教授）、田谷禎三（元大和総研理事1999年12月～）等が順次選任され、基本的に6名体制で運営された。

また政府委員としては主に大蔵省（財務省）、経済企画庁（内閣府）の代表者が出席し、大蔵省（財務省）からは政務次官（副大臣）・審議官級が出席し、経企庁（内閣府）では調査局長、調整局長など局長級の出席が多い。以下金融政策の決定過程を、同会合の議事を中心に追っていくことにする。

51) 正式な「議事録」については、10年後の公開とされた。本章執筆時点では、1998年1月16日会合から1999年12月17日会合までの「議事録」が公開されている。「議事要旨」では公開されていない金利誘導の「レンジ」の数値についても、議事録には記載されている。

図表 5-2 日本銀行金融政策決定会合の推移

年	月日	決議案	総裁	副総裁	審議委員
1998年	1月16日	無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて定歩合水準をやや下回って推移するよう促す。	松下康雄	濃野茂	後藤康夫 武富将 中川隆彦 藤島安之
	9月9日	無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。	速水優	藤原作弥 山口泰	後藤康夫 武富将 三木利夫 中原伸之 篠塚英子 植田和男
	11月13日	買入れ対象となるCPの残存期間を3ヵ月から1年に拡大するよう、「コマースナル・ペーパーの売戻条件付買入要領」の一部改正及び「日本銀行業務方法書」の一部変更を行う。	速水優	藤原作弥 山口泰	後藤康夫 武富将 三木利夫 中原伸之 篠塚英子 植田和男
	11月27日	無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。	速水優	藤原作弥 山口泰	後藤康夫 武富将 三木利夫 中原伸之 篠塚英子 植田和男
	2月12日	より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。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、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。（ゼロ金利政策）	速水優	藤原作弥 山口泰	後藤康夫 武富将 三木利夫 中原伸之 篠塚英子 植田和男
1999年	9月21日	最近、為替相場の安定等を図るため、日本銀行がより大量の資金供給を行うべきとの議論が聞かれます。しかし、上記のような金融市場の状態の下では、日本銀行がゼロ金利を維持するために必要な量を上回って資金供給を増やしても、資金がまさに「余剰」のままで短資会社等に積み上がるだけです。金利はもちろん、金融機関や企業行動、あるいは為替相場などの資産価格に目に見える効果を与えようとは考えられません。	速水優	藤原作弥 山口泰	後藤康夫 武富将 三木利夫 中原伸之 篠塚英子 植田和男
	10月13日	①「ゼロ金利政策」の継続に当たり、金融市場調節手段の機能強化を進めるとともに、その弾力的な活用を図ることにより、金融・為替市場の動向も注視しつつ、金融緩和効果の一層の浸透に努めていくこと。②短期国債（FB・TB）を対象としたオペレーションに関し、現先方式（条件付売買）に加え、アウトライイト方式のオペレーション（無条件売買）を導入することとし、次回会合において、その基本要領を決定すること。	速水優	藤原作弥 山口泰	武富将 三木利夫 中原伸之 篠塚英子 植田和男
	10月27日	①当面の金融政策運営について、「ゼロ金利政策」を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことを決定した。②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、できるだけ低めに推移するよう促す。	速水優	藤原作弥 山口泰	武富将 三木利夫 中原伸之 篠塚英子 植田和男
	11月12日	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、できるだけ低めに推移するよう促す。	速水優	藤原作弥 山口泰	武富将 三木利夫 中原伸之 篠塚英子 植田和男

年	月日	決議案	総裁	副総裁	審議委員					
2000年	8月11日	無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す（ゼロ金利解除）。政府が提出した議決延期の求めについて、日本銀行法第19条第3項に基づく採決を行った結果、反対多数で否決。	速水優	藤原作弥 山口泰	田谷禎三 武富将 三木利夫	中原伸之	篠塚英子	植田和男		
	9月14日	無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。	速水優	藤原作弥 山口泰	田谷禎三 武富将 三木利夫	中原伸之	篠塚英子	植田和男		
2001年	2月9日	①無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。②日本銀行法第33条第1項第1号の手形の割引に係る基準となるべき割引率（以下「基準割引率」という。）及び同項第2号の貸付に係る基準となるべき貸付利率（以下「基準貸付利率」という。）を年0.15%引き下げ、年0.35%とし平成13年2月13日から実施する。	速水優	藤原作弥 山口泰	田谷禎三 武富将 三木利夫	中原伸之	篠塚英子	植田和男		
	2月28日	①無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.15%前後で推移するよう促す。②「基準割引率」「基準貸付利率」を年0.10%引き下げ、0.25%とし、平成13年3月1日から実施する。	速水優	藤原作弥 山口泰	田谷禎三 武富将 三木利夫	中原伸之	篠塚英子	植田和男		
	3月19日	日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、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。（量的緩和への転換）	速水優	藤原作弥 山口泰	田谷禎三 武富将 三木利夫	中原伸之	篠塚英子	植田和男		
	4月12、13日		速水優	藤原作弥 山口泰	田谷禎三 武富将 三木利夫	中原伸之	須田美矢子	植田和男		

出所) http://www.boj.or.jp/theme/seisaku/mpm_unei/giji/index.htm

第4節 ゼロ金利政策の開始

(1) 無担保コールレートの誘導

1998年発足当初の金融政策決定会合では、1995年9月8日以来の方針を継承し、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的に見て公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す」という執行部案が承認されてきた。しかし総裁が速水優に交替し、審議委員を大幅に入れ替えて再出発がなされた4月9日の政策決定会合では政府の総合経済対策の財政政策効果との連携を見据えて「『現状維持』の範囲において、オーバーナイト金利がなるべく低水準で推移することが望ましい」との意見が出されており、景気の悪化をにらみ、金融政策の発動に向けた議論が開始されていたことがわかる。

政府による約17兆円規模の、総合経済対策を織り込んだ補正予算案が可決される見込み（可決は6月17日）となった6月12日の会合では、財政政策に歩調を合わせる形で、一層の金融緩和を実施すべきであるとの意見が提出された。具体的にはオーバーナイト金利の誘導水準に具体的数値目標（0.4%、あるいは0.4～0.5%）を定めるべきであるという提案、市中金融機関の所定準備率を約1

兆円引き下げるべきであるとの提案が出されている。これらの提案はいずれも否決されたものの、政策委員の内部でも金融緩和の発動の是非、手段について活発な議論が交わされるようになり、日本長期信用銀行の経営危機がスクープされた6月以降の会合（7月16日、28日、8月11日）では現状維持の議長提案に対して、否決票を投じる委員がみられるようになった。とくにこの時期一貫して金融緩和を求める主張を展開したのは中原伸之委員である。同委員は7月16日の決議でも「経済情勢が一段と悪化しており、政府の諸施策の効果についても不確実性が大きい下では、各種の調整に伴う痛みをある程度和らげる意味でも、現時点において多少の利下げを行っておくことが必要である」との意見とともに議長案に反対票を投じている。こうした議論を経て、政策委員間で国内経済がデフレスパイラルの入口に立っているとの認識の共有が進んだ。

新日銀法下における最初の政策変更が行われたのは、9月9日の決定会合であった。9月4日の日米蔵相会議におけるロシア金融危機への懸念を表明する日米合意の発表等を受け、国内の設備投資、住宅投資の低迷、さらに雇用所得に関する経済指標の低迷が続いたことを踏まえ、9日の決定会合では「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す」との議長案が提出されることとなった。同議長案は賛成8、反対1で可決された。また決議には「なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給をおこなう」の一文が挿入され、継続的な金融緩和策の実施が示唆されたのである。

(2) CP オペの拡大

また一方で金融危機の高まりのなかで、コールレート誘導という手法のみで金融安定化を誘導することの限界が指摘されていた。金融再生法の影響で市中銀行への公的資金注入の準備が整いつつあるなか、市中銀行が資産圧縮のために融資を縮小、なかには「貸し剥がし」にでる懸念が生じつつあった。こうしたなかで10月28日会合では、企業金融の円滑化のため、コマーシャルペーパー（CP）オペの導入が検討された。この会合では結論がでなかったものの、翌11月13日会合では「最近の企業金融を踏まえたオペ・貸出面の措置について」として、CPオペの積極活用が決定された。これは買入れ対象となるCPの期間を、現行の「満期日が買入れの日の翌日から起算して3ヵ月以内に到来する」ものから「満期日が買入れの日の翌日から起算して1年以内に到来する」へと拡大し、買入れ枠を拡大するものであった。

またそのほかに企業金融支援のための臨時貸出制度の創設、社債等の適格担保化といった施策が決定された。臨時貸出制度とは「年末・年度末にかけて、金融機関の企業向け貸出を資金繰り面から支援していく趣旨から、企業向け貸出が季節的に増加する10～12月期における金融機関の貸出増加額の一定割合（50%）を対象に、リファイナンス」する日銀貸出制度であった。その際、担保は国債のほ

か、日本銀行が適格と認める民間企業債務（手形〈含むCP〉、社債、証券貸付債権）とし、原則として担保価額の50%以上は、民間企業債務を差し入れることを条件とする。また、貸出期間は原則として、年度末を超える4月までとし、金利は0.5%とする。また、10～11月中に貸出を増加させた金融機関に対しては、12月中旬にも本件貸出制度が利用できることとされたのである。

社債の適格担保化とは、「金融調節の中で、民間企業債務を一層活用していく趣旨から、社債及び証券貸付債権を根担保として、金融機関が振り出す手形を金利入札方式で買い入れるオペレーション手段の導入」を指し、今後実質的な検討を進めることとした。

また一方で、低金利政策そのものの正当性・有効性を疑問視する議論も出された。篠塚英子委員からは「金利の引き下げは家計に一層の負担を負わせることになりかねない（9月9日）」、「金利の低下が企業や家計のコンフィデンスを回復させる状況にはなっていない（9月24日）」という観点から反対意見が提示されている。低金利政策が家計の利子所得を収奪している可能性、金利低下が家計・企業の「期待」に働きかける影響に対する懸念については、その後も繰り返し主張された論点であった。

(3) ゼロ金利へ

しかし一連の金融緩和策によっても、国内経済における潜在的デフレ懸念は解消されなかった。むしろ1998年末から1999年初頭にかけての円高の進行と長期金利の上昇により、財政政策の効果が剥落しつつある懸念が深まっていったのである。とくに長期金利については、大蔵省資金運用部の国債買入れの停止や、日銀の国債買い切り減額への懸念によるものと思われる上昇がみられ、1999年2月には2.4%台に上昇した。

ゼロ金利突入の契機となった政策決定会合は、1999年2月12日に開催された。同日の会合では、企業や消費者心理の依然としての冷え込みや、民間経済活動の停滞、物価の停滞が、景気回復への展望を見出しづらいものになっているとの現状認識について合意がなされたが、同時にこれらのパラメータの悪化には歯止めがかかりつつあるという認識でもあった。ここで政策を動かした最大の要因は、長期金利の上昇に対する解釈であり、長期金利の大幅上昇と、その結果としての円高の昂進、株式市場の低調が、財政・金融政策の効果を相殺する可能性について対処が必要であるとの認識が共有されたのである。委員のなかにはコールレートをこれ以上低下させることによる短期金融市場の機能低下を懸念する意見や、逆にコールレート操作からさらに踏み出した量的緩和策の導入を主張する意見も存在したが、結局「無担保コールレートの目標を当面0.15%前後にまで引き下げ、そこで市場の状況をみたくうえで、金利をさらにゼロに近いところにまで下げていくことが適当ではないか」との意見が優勢をしめ、その結果、「より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。その際、短期金融市場に混乱の生じないように、その機能の

図表 5-3 長期金利の動向



出所) 日本銀行HPデータより作成.

維持に十分配慮しつつ、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、徐々に一層の低下を促す」との採決が可決された。「より潤沢な資金供給」という記述により一層の金融緩和方針を明瞭に示し、オーバーナイト金利水準目標をさらに一段階引き下げた0.15%に設定したのである。

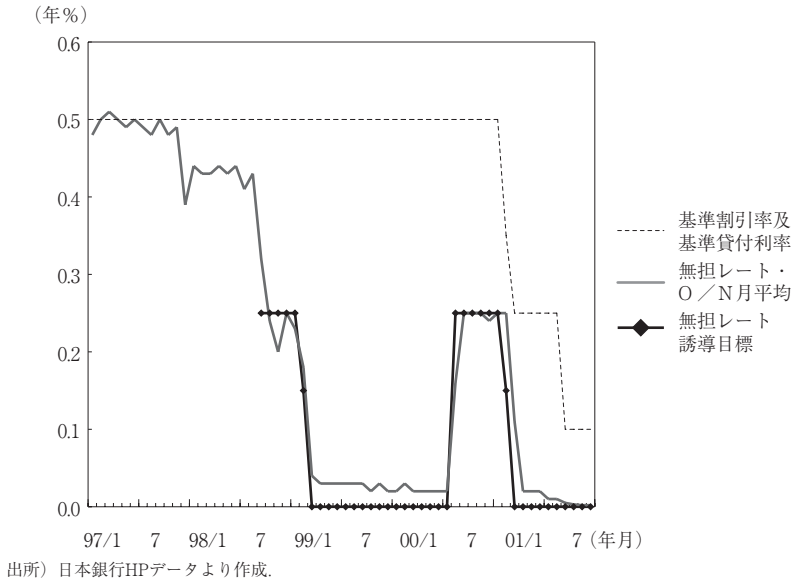
さらに0.15%到達後の「一層の低下を促す」際、どの水準までを許容するかという問題について、「ゼロも念頭においているのか」という質問に対し、「実際の金利がまったくのゼロになるとは思えないが、この議案は短期金融市場に混乱が生じるまでの、いわばミニマムということである。したがって、混乱が生じない場合は実質ゼロまで辿りつくことに」との認識が示された。すなわち、後述の速水総裁の発言前のこの議案が「ゼロ金利」を念頭に置いた合意であったと判断されるのである⁵²⁾。

会合内容が発表された後、これに反応する形でオーバーナイト金利は低下を続け、2月16日には目標を下回る0.10%にまで低下した。同日宮澤蔵相が、資金運用部による国債買入再開を表明したことに呼応する形で速水総裁は金利動向に言及し「市場の混乱がなければ、もっと下がってもよいと思っている」と発言した。また2月25日の会合では、議決文の「当初、0.15%前後を目指し…」の部分に注が付けられ、この「当初」が2月12日の会合であることが明記された。つまりオーバーナイト金利の目標が0.15%であったのが過去の2月12日であったことを明らかにし、その後の金利低下を「その後市場の状況を踏まえながら、

52) 日本銀行「金融政策決定会合議事録」。

http://www.boj.or.jp/type/release/teiki/gijiroku/gjrk_990212_a.pdf 参照。

図表 5-4 政策金利の動向



徐々に一層の低下を促す」の相当する部分であるとして、事実上黙認する意志を発信したのである。これを受けてオーバーナイト金利はさらに低下し、3月には0.02~0.03%の間を推移するようになった。これは事実上のゼロ金利への突入であった。ゼロ金利突入を市場は好感し、上昇を続けていた長期金利も1.5%に低下し、日経平均株価も15,000円台を回復したのである。

(4) 量的緩和論と時間軸政策

ゼロ金利突入後、政策委員らの立場は2分されることとなった。すなわちゼロ金利突入をもって金融政策の役割はひとまず終わり、後は政策金利を引き上げるタイミングを見定めるべきだと考える者と、ゼロ金利政策のみでは不十分であり、今後一層の景気刺激策を要すると考える者とであった。後者の代表的論者であった中原伸之委員からは早くも2月25日会合の時点において、量的緩和政策を含めた追加対策が議案として提案されている。これは否決されたが、同委員はまた「(ゼロ金利をもって)金利の政策が打ち止めになってしまうのかについて、仮に打ち止めという感じが出れば、必ず金利の反発を招いたり、いろいろ反応が出る」という懸念を表明し、この問題意識は会合内で共有された⁵³⁾。その結果、4月9日の会合において速水総裁が後日記者会見において「デフレ懸念が収まるまでゼロ金利を続ける」というコメントを発することとなった。この総裁発言は後

53) 日本銀行「金融政策決定会合議事録」。

http://www.boj.or.jp/type/release/teiki/gijiroku/girk_990225_a.pdf 参照。

に「時間軸効果」と呼ばれる効果を目指した政策コミットメントの最初のものだと呼ばれている。

「時間軸効果」とは、市場の「期待」に働きかける政策手法を指すものであるが、ここではゼロ金利に到達したことにより、市場がこれ以上の金融緩和を不可能と判断し（打ち止め感を感じ）、長期金利等の上昇期待を形成することを回避するため、中央銀行がゼロ金利を、ある一定の期間継続することを明言し（コミットメントし）、金利水準を低位に維持することを目指した手法を指す。この「時間軸効果」は後の量的緩和政策導入時にも併用されることになるが、この時点ではゼロ金利を「時間軸効果」で補強する（それによって量的緩和導入を回避する）ことを目的として採用された部分があった。量的緩和論についてまず懸念されることは、マネタリーベースのコントラリビティについてであったが、従来政策金利を目標に実施されてきた金融政策の目標をマネタリーベースやCPIに転換することに対する懸念があったことも議事要旨に記録されている。

またそれ以前に、ゼロ金利政策自体が異常な金利水準を維持するイレギュラーな政策であるとして、可及的速やかにゼロ金利を解除し、政策金利の「下げしろ」を回復すべきであるとの意見も根強かった。例えば、1999年9月9日の会合ではゼロ金利を維持する議長案に対して、量的緩和への転換を要求する反対票のほか、ゼロ金利解除の観点からも反対票が投じられている。こうした議論はゼロ金利の副作用として、(1) 所得分配上のゆがみ、(2) 信用リスクに対する意識の希薄化、(3) 構造調整の先送り、さらに、(4) それが長期化するにつれて一段と高まっている解除時の混乱の可能性、を指摘している。このようにゼロ金利という日銀にとって未知の状況下で、その目指すべき方向性のイメージについても複数の立場が存在したのである。

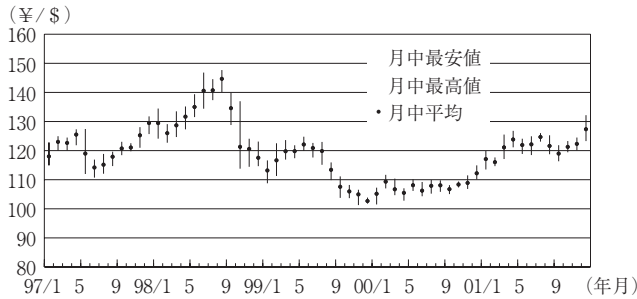
第5節 ゼロ金利の解除

(1) ゼロ金利後の模索

1999年夏には、年頭から進捗しつつあった円高に対する懸念が会合の関心の中心となった。前年8月には147円64銭という円安にあった為替相場は、その後円高基調へと転じ、1999年9月1日には110円を突破し、なおも収まる気配が見られなかった。円高により景気にブレーキがかかる懸念は会合でも共有されていたが、一方で円高進行の原因が、日本経済や企業収益の回復を先取りしているものとの解釈も強かった。また日銀内部にはバブル時の反省から、為替レートそのものを金融政策の目的とすべきではないとする意見も根強かった。

こうしたなかで実施された9月21日の政策決定会合では、政府委員から「最近の金融資本市場の動向を踏まえて若干申し述べると、急激な円高の進行は、消費者や企業のマインドの悪化や、企業収益の押し下げなどを通じて、ようやく最悪期を脱して回復軌道に乗りつつある日本経済に、甚大な悪影響を及ぼすおそれがある。したがって、日本銀行におかれても、金融政策運営に当たり、このよう

図表 5-5 対ドル為替レートの推移



注) 数値は東京インターバンク相場ドル・円スポット。
出所) 日本銀行HPデータより作成。

な状況にも十分配慮頂いて、適切な対応をとって頂くようお願いしたい（谷垣禎一大蔵相政務次官）、「景気が厳しい状況をなお脱していない現段階での急激な円高は、経済に悪影響を及ぼす懸念が強く、望ましくないものと考えており、今後とも為替動向に注意しながら適切な対応を行うことが必要と考えている。日本銀行におかれては、自律的な経済回復が明らかになるまで、適切な金融調節の手法により、潤沢かつ効果的な資金供給を行い、日本経済の回復に貢献する金融政策を行って頂きたい（河出英治経済企画庁調整局長）」と追加的な金融政策の発動を求める発言がなされた。

しかしこの時点で日銀の姿勢はきわめて慎重であり、同日会合後、日銀は「当面の金融政策運営に関する考え方」と題するステートメントを公表した。ここでは「日本銀行は、本年2月のゼロ金利政策採用以来、金融市場に大量の資金を供給し、誘導目標であるコールレートが事実上ゼロ%で推移するよう促しています。この結果、金融市場では、以下のように、資金は十分潤沢な状態となっています」と従来のゼロ金利政策の効果を高く評価し、「最近、為替相場の安定等を図るため、日本銀行がより大量の資金供給を行うべきとの議論が聞かれます。しかし、上記のような金融市場の状態の下では、日本銀行がゼロ金利を維持するために必要な量を上回って資金供給を増やしても、資金がまさに「余剰」のままに短資会社等に積み上がるだけです。金利はもちろん、金融機関や企業行動、あるいは為替相場などの資産価格に目に見える効果を与えるとは考えられません」と、量的緩和策を含む追加的な金融政策の発動を否定する内容のものであった。

(2) コンピューター 2000 年問題を踏まえた金融市場調節手段の整備

また 1999 年秋から年末にかけて、コンピューター 2000 年問題が経済に与える影響について議論がなされた。10月13日の政策決定会合では、9月29日以降、3ヵ月もの金利市場においていわゆる「2000年プレミアム」が上乘せされたかたちで上昇しているほか、債券レポ市場でも、特定銘柄の国債の年末越え取引についてのプレミアムが指摘された。また、資金市場と国債市場の両方で、年末

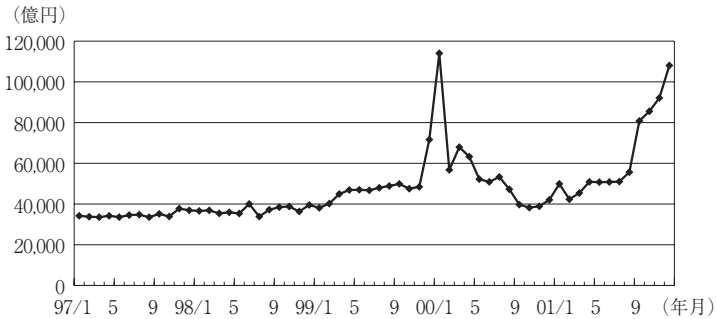
における流動性低下が懸念され、金融機関の年末越え資金調達の本格化を受けて、金利が振れやすくなるリスクがあることから、日本銀行が2000年問題対策として、流動性供給方針を打ち出すことへの期待が高まっていた。これに対して当日の会合では「金融市場調節を行うに当たっては、年末越え資金を豊富に供給するなど、コンピューター2000年問題に伴う資金需要の変動に十分配慮し、弾力的な対応を行う」という決議がなされた。その手段としては、短期国債（FB・TB）を対象としたオペレーションに関し、現先方式（条件付売買）に加え、アウトライト方式のオペレーション（無条件売買：売戻条件あるいは買戻条件を付けない売買）を導入することとし、また1999年12月1日から2000年1月31日までの間、米国国債（財務省短期証券（Treasury Bills）、財務省中期証券（Treasury Notes）及び財務省長期証券（Treasury Bonds））を本行の手形貸付担保として認めることなどが決定された。

ただし議案の採決を巡り、議決文の冒頭に「『ゼロ金利政策』の継続に当たり、金融市場調節手段の機能強化を進めるとともに、その弾力的な活用を図ることにより、金融・為替市場の動向も注視しつつ、金融緩和効果の一層の浸透に努めていくこと」と記された点を巡って議論が交わされた。この「『ゼロ金利政策』の継続に当たり」の部分が、当面のゼロ金利政策の維持を前提としたものと受け取られたからである。結局この議長案は可決され、議事要旨に「オペ手段の機能強化自体は、恒久的な措置であるが、現在市場が関心を持っているのは、金融緩和の効果の浸透とコンピューター2000年問題も含めた年末の資金繰りであるので、議長案の表現は、現下の情勢を踏まえれば適当なものではないか」と、金融市場調節手段の拡大が恒久的措置であることを示唆する一文が挿入された。

(3) インフレ・ターゲティングに関わる議論

1999年末時点において、日銀の支配的考えは、ゼロ金利の維持であり、焦点はゼロ金利をいつ解除するか、にあったといえる。しかしこうしたなかで、10月27日の政策決定会合では、インフレ・ターゲティングの導入の是非に関する議論が行われていた。これはゼロ金利導入後もさらなる量的緩和策への移行を主張する意見が存在したためである。当日も議案として、「中期的目標として2001年10～12月期平均のCPI（除く生鮮）の前年同期比が0.5～2.0%となることを企図して、今積み期間（10月16日～11月15日）の超過準備額を前積み期間対比で平残ベース5,000億円程度増額し、その後も継続的に超過準備額を増加させることにより、2000年1～3月期のマネタリーベース（平残）が前年同期比で10%程度に上昇するよう量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る。なお、無担保コールレート（オーバーナイト物）が大幅に上昇する等、金融市場が不安定化した場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、一層の量的拡大を図る」との主張が提出された。この主張は量的緩和の一種であるマネタリーベース・ターゲットを含んでいるが、CPIについても目標値が定められていることから、いわゆるインフレ・ターゲット論として議論された。

図表 5-6 日銀当座預金残高推移



る2000年に入り、アメリカの景況回復を受けて日銀では、ゼロ金利の解除に向けての議論が進められることとなった。2月10日、3月8日の政策決定会合では、「『物価の安定』についての考え方」について日銀として総合的な検討を加えることで合意がなされた。論点となったのは(1)「物価の安定」の基本的な考え方、(2)物価指数を巡る諸問題、(3)日本の物価動向、(4)「物価の安定」に関する数値化を巡る諸問題の4点であった。こうした議論の背景には、日銀が目指すべき物価水準についての認識の違い、とくに伝統的なインフレ防衛を中央銀行の主要な使命と考える考え方と、景気刺激のため、一定のインフレ率を許容し、誘導すべきであるとする委員間の認識の対立が存在した。またゼロ金利にも関わらず、CPIの伸びが低調であることへの解釈の問題も存在した。3月8日の会合では、CPIの停滞について「昨年夏以降の円高の影響が、輸入競合品の値下げなどを通じて、タイムラグを伴って表れていることが主因であろう」との解釈が示されたほか、流通効率化に伴う「価格破壊」の動きの強まりや、消費者物価のサンプル替えなどに伴う統計の振れの可能性も指摘され、これらはデフレ的な現象とは性格が異なるという、いわゆる「良いデフレ論」が展開された。

このように3月8日会合までは、景気動向に配慮しながら、ゼロ金利の解除に慎重な姿勢であった日銀も、経済企画庁が3月例報告で景気認識を上方修正し、景気回復を明言こそしなかったものの「自律回復に向けた動き」と表現したことなどを受け、ゼロ金利解除に向けた動きが活発化していった。3月24日、4月10日の会合では、ゼロ金利解除の条件を巡って議論が交わされており、会合中にも「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢に近づきつつある」(4月10日)との意見が述べられている。ゼロ金利政策はあくまで、「1999年始めに、日本経済が金融システム面での不安感との相互作用によってデフレ・スパイラルの瀬戸際まで行った際に採った「緊急避難措置」であり、それ自体は、経済の改善に伴って解除すると考えるのが自然」であるとの認識が優勢であり、「平時」に戻れば解除するのが当然であると考えられていた。4月10日の議決では解除は見送られたものの、速水総裁は、12日の記者会見でゼロ金利解除に前向きなコメントを発し、解除は時間の問題とも思われた。こうした動きは4月14日、ニューヨーク株式市場の株価が大きく下落したことから、一端凍結されることもあったが、5月17日、6月12日、28日の会合では再び解除のタイミングを模索する議論が続けられた。

4月、小渕恵三首相が倒れ、政権は森喜朗内閣に移行した。小渕内閣の積極財政路線を継承した森首相は、6月12日の党首討論においてゼロ金利の継続を求める発言を出した。日銀はこれに反発する形で、14日、速水総裁が記者会見を行い、ゼロ金利は非常事態で決めた緊急対策であり、金融政策の自由度を復活させるためにも、ゼロ金利を継続すべきではないとの談話を発表した。日銀の独立性と政治の介入、財政政策と金融政策の連携の問題を巡り、政府と日銀の関係が緊張感を増していったのがこの時期であった。政策決定会合における政府委員の発言も活発化し、「わが国経済がデフレ懸念の払拭が展望できるような情勢にな

り、民需中心の本格的な景気回復を実現するかについては、なお見極めが必要な段階にあると考えられる」(7月17日大蔵省委員)、「日本銀行におかれては、金融為替市場の動向も注意しつつ豊富でかつ状況に応じて弾力的な資金供給を行うなど引き続き景気回復に寄与するような金融政策を運営して頂きたい」(7月17日経済企画庁委員)など、景気の見通しについて厳しい見通しを示し、ゼロ金利の継続を要望する趣旨の発言が繰り返されるようになった。

しかしゼロ金利解除の方針が覆ることはなかった。7月4日に発表された日銀短観では、大企業の業績判断指数(DI)は6期連続の改善をみせ、景気の回復基調がアピールされた。7月17日の会合では、百貨店のそごう問題(第8章第1節(4)参照)等や、株価の下落が市場心理に与える影響が警戒され、「この問題の市場心理への影響と併せて、企業マインドや消費者センチメントへの悪影響の可能性も指摘され」、また「この問題が象徴している「特定セクター」の構造問題が世間で強く意識されている現状では、本日ゼロ金利を解除した場合に、企業家心理にマイナスのインパクトを与えてしまう惧れもないわけではない」(7月17日会合)という意見が相次ぎ、ゼロ金利解除は見送られたが、19日には速水総裁の「ゼロ金利翌月解除」が示唆され、また8月7日の国会答弁における、総裁の「デフレ懸念の払拭が展望できた」との発言により、解除は秒読み段階に入ったとみられた。

ゼロ金利解除が断行されたのは2000年8月11日の政策決定会合であった。執行部からの報告では、そごう問題の株式・公社債市場への悪影響は限定的なものにとどまったとの認識が示され、国内景気の状態を「個人消費については、一部指標にやや明るさが窺われるものの、全体としてはなお回復感に乏しい状態が続いている」などと慎重な表現を用いながらも「企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している」と報告した。審議委員の間でも景気の現状について「企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している」との判断が共有され、同時に、先行きについても、「設備投資を中心に緩やかな回復が続く」との見方から「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至ったとの認識が大勢となった。個人消費の伸び悩みについても企業のリストラ圧力が継続するなか、家計部門が明確に回復することには時間がかかるとの意見が出され、「キャッシュ・フローの改善は、まず借入金返済と内部留保の改善、次に設備投資、配当、そして最後に賃金に充当されるというのがビジネスのスタンスである以上、企業業績の回復が家計に波及するのは時間を要する」ため、個人消費は「一進一退」が「一進一停」の局面になれば「平時」に復していると考えべきだという意見が出された。

委員のなかには「株式市場は、取り敢えず下げ止まりつつあるとみられるが、市場の方向感が中長期的な景況感を反映して、上向きになっているという感触を得たい」、「日本経済には水準としてまだ大きな需給ギャップが存在しており、現時点の適正金利は若干のマイナスかぎりぎりプラスになった程度」であり(テイラールールによって)計算される適正金利がもう少しはっきりとしたプラスにな

るまでゼロ金利政策を維持してもよいのではないかとの慎重論も存在したが、会議の動向は大きくゼロ金利解除に傾いた。

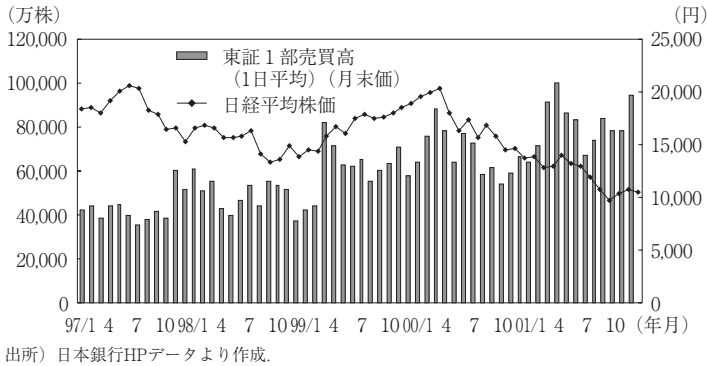
これに対して政府委員からは、「雇用情勢は依然として厳しく、個人消費も概ね横這いの状態となっている。設備投資は足許持ち直しの動きが明確になっているが、その持続性や広がりについて、なお見極めが必要である。企業収益の大幅な改善が雇用・所得環境の改善や個人消費の増加に繋がっていくのかどうか、まだ確信を持てる状況にはな」く、「日本銀行におかれては、政府による諸施策の実施と合わせ、経済の回復を確実なものとするため、金融為替市場の動向も注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を行うなど、現行の金融市場調節方針を継続していただきたい」（大蔵省委員）、「今の時期は、金利の動向や金融政策の変更が、たとえ実態が微調整であっても、景気に軸足を置いた政策からの方向転換と受け取られる場合など、心理面も含めた影響の大きさには、計り知れないものがある」、「現時点でゼロ金利政策を解除することについては、時期尚早と考えている」（経済企画庁）と、政府委員としては異例ともいえる強い主張が提出され、その後議長から「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す」というゼロ金利解除を意味する議決案が提出されると、大蔵省・経済企画庁の政府委員は、「日本銀行法第19条第2項の規定に基づき、議長提出の金融市場調節方針の決定に関する件に係る政策委員会の議決を次回金融政策決定会合まで延期すること」との議案を提出した。この議決延期議案の提出は、新日銀法に定められた政府委員特権であったが、新日銀法体制下において、はじめて発動されたものであった。しかし会合はこの政府案を8対1で否決し、議長案を7対2で可決した。ゼロ金利政策の解除の瞬間であった。

(5) ゼロ金利解除後の動向

ゼロ金利解除後、2000年9月14日の政策決定会合以降、金融政策目標は「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す」方向で進められた。金融市場もしばらくは混乱を見せたものの、オーバーナイト金利は、概ね0.25%前後で落ち着いて推移し、ゼロ金利解除は比較的落ち着いて受け入れられたといえる。株式市場も8月下旬にはいったん日経平均17,000円台を回復した。

しかし10月に入ると、ニューヨーク市場において中東危機への懸念から、原油価格が高騰をはじめ、株価も急落気配を見せ始めた。10月18日には終値ベースで1万ドルを割り、影響を受けて日経平均も15,000円を割る事態となった。国内のCPIも連続マイナスを記録し、国内卸売物価指数（WPI）も11月9日に8ヵ月ぶりとなる下落をみせた。しかし日銀執行部及び政策決定会合は11月の金融経済月報で、景気の現状を「緩やかに回復」と判断するなど、当初こうした動向に対して楽観的であった。しかし12月の短観では大企業製造業のDIの伸びが止まり、年度下期の売上高、経常収益の下方修正を余儀なくされる事態に至り、景気後退への危機感が再び高まったのである。

図表 5-7 株式市場の推移

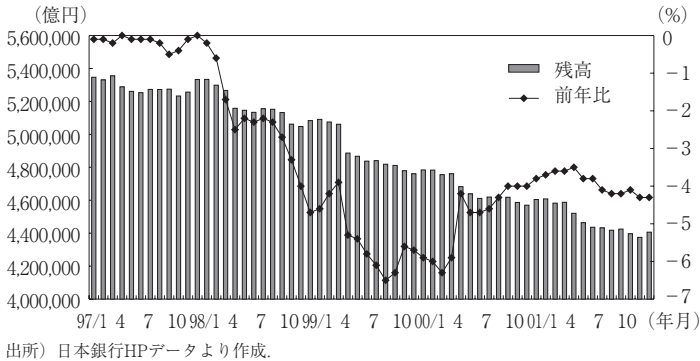


また2001年1月頭、ニューヨーク株式市場ダウ平均とナスダックがともに急落した。これを嫌い日経平均株価も13,000円台に下落し、低迷した。内閣府も2001年2月、2000年7～9月期の実質国内総生産（GDP、季節調整値）が年率換算で2.4%減と発表した。これは過去最大の改訂幅とされ、政府の厳しい景気認識が示された。厳しい情勢を受けて日銀でも2001年2月9日の政策決定会合において、無担保コールレートは現状維持としたものの、ロンバート型貸付制度の導入、短期国債のアウトライト・オペの積極活用、手形オペ導入の具体化の3点を新しい流動性供給方式として採用したほか、日本銀行法第33条第1項第1号の手形の割引に係る基準となるべき割引率（以下「基準割引率」という）及び同項第2号の貸付けに係る基準となるべき貸付利率（以下「基準貸付利率」という）、すなわち公定歩合を年0.15%引き下げ、年0.35%とすることが決定された。その後2月28日会合では無担保コールレートの目標を0.15%に引き下げ、公定歩合についても0.25%に再引き下げする議案が可決されたが、既に景気後退について有効な施策とは受け取られなかった。その後3月19日会合において、日銀は市中銀行の日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるよう金融市場調節を行うとする「量的緩和策」の採用に至ったのである。

第6節 ゼロ金利政策の効果を巡る議論

新日銀法に基づく体制の下で、日本銀行は1998年の金融危機、2000年のITバブル崩壊など、非常に厳しい局面のなかで金融政策の舵取りを迫られることになった。まずゼロ金利政策の効果を考えるうえで、重要なことは、「流動性の罍」を避けられたのか否かである。「流動性の罍」とは、金利水準が一定以下に低下した場合、金利誘導による金融政策効果が機能不全に陥る状況であり、その意味で1999年から2006年までの時期はすべて「流動性の罍」に陥る危険のあった時期であったといえることができる。この間、日銀は後節で述べる量的緩和政策を含めて、名目金利の誘導に替わるいくつかの政策オプションを選択した。その代表

図表 5-8 銀行貸出残高推移



的なものは「時間軸効果」であった。短期金利がほぼゼロにまで低下したとしても、中央銀行は、ゼロ金利を将来にわたって継続する、あるいは短期金利をゼロにまで低下させるよう潤沢な流動性を供給するとのコミットメントを発することによって、さらなる緩和効果を生み出すことができる、というのが「時間軸効果」の機能である。翁・白塚[2003]は、時間軸効果が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うえで、きわめて有効であったこと、さらに長期金利を低位・安定化させることにも寄与したものと評価するが、しかし同時に「時間軸効果」が金融市場における低成長とデフレの持続期待を反転させるには至らなかったものと、その限界面も指摘している。とはいうものの、「流動性の罫」の危険下において、この時期の日銀は政策コミットメントを活用した「時間軸効果」によって、金融政策に一定の成果をあげたものと評価することができよう。

しかし一方で、日銀の政策の限界面を指摘する議論もある。代表的なものは2000年8月のゼロ金利解除の是非、さらに量的緩和政策の導入の遅れ、インフレ・ターゲティングの未導入等についての批判である。たしかにゼロ金利解除から半年あまりで再びゼロ金利に復帰し、それまで導入を否定し続けていた量的緩和政策に踏み込んだことから、ゼロ金利の解除について説明責任上問題が残るのは事実であろう。ただし日銀執行部、審議委員の多くは、当時ゼロ金利政策自体を「非常事態下の緊急対策」と見なしていた。副総裁の藤原作弥も後年「当時は薄氷を踏む思いで窮余の策を繰り出した。地雷原を歩むような気持ちで未知の実験をしてきた」⁵⁴⁾と述べているように、ゼロ金利自体が金融政策の未体験ゾーンであったさなかに、さらなる金融緩和策を打ち出すことが可能であったのか否かについて評価は難しい。

また経済政策担当者は、直近の政策失敗の記憶にしばしば拘束される。1980年代後半のバブル経済期に貿易自由化のなかで金利引き上げのタイミングを見誤ったと評価された政策失敗の経験は、日銀執行部、審議委員に、さらなる金融

54) 『朝日新聞』2006年7月22日。

緩和よりも金利再引き上げのタイミングを強く意識させた可能性が高い。そもそも新日銀法体制下で出発した金融政策決定会合の初代委員達は「日銀の独立性」について歴代の政策委員のなかでも強く意識せざるを得ない立場にあったと思われる。また鶴飼[2006]のサーベイ等によれば、2002年以降の景気回復に際して、量的緩和政策が時間軸効果から独立して果たした寄与について、それほど高い評価は与えられているわけではない。量的緩和政策の早期実施にそれほど高い効果が期待されたか否かについても現時点では評価が難しい。

もう1点、日銀の政策が当初予期されたほどの効果をもたらさなかった理由として「プルーデンス政策（信用秩序維持政策）の肩代わり効果」が指摘される（田中[2008]）。バブル崩壊後に発生した不良債権の規模と金融機関の衰弱の度合いが大きかったため、日銀の金融政策の効果が削がれたという議論である。当時の日銀の政策評価には以上のようなエクスキューズを組み込んで考慮することが必要であろう。

参考文献・資料

日本銀行「金融政策決定会合議事要旨」

http://www.boj.or.jp/theme/seisaku/mpm_unei/giji/index.htm#1998

日本銀行「金融政策決定会合議事録」

http://www.boj.or.jp/theme/seisaku/mpm_unei/gijiroku/index.htm

植田和男『ゼロ金利との闘い』（日本経済新聞社、2005年）

中原伸之『日銀はだれのものか』（中央公論新社、2006年）

田中隆之『「失われた十五年」と金融政策』（日本経済新聞出版社、2008年）

細野薫「物価指数の信頼性－日本・アメリカ・フィリピン・インドネシア－」（1998年）

白塚重典「消費者物価指数と計測誤差－その問題点と改善に向けての方策－」『金融研究』第14巻2号（1995年）所収

翁邦雄・白塚重典「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」『金融研究』第22巻第4号（2003年）所収

鶴飼博史「量的緩和政策の効果：実証研究のサーベイ」『日本銀行ワーキングペーパー』（2006年）