

ond Half of the 1990 s, pp. 62–63.

## 第3章 デフレの継続と量的緩和政策

### 第1節 物価の動向

#### (1) 物価：持続する物価下落から緩慢な上昇へ

2002年以降、景気が回復に向かったにもかかわらず、物価は下がり続けた。消費者物価の下落幅は次第に縮小し、2006年になって、わずかながらも継続的な上昇に転じた。こうしたなかで、デフレの克服が最大の課題となり、物価指標はデフレ脱却の時期を見定め、政策転換を判断する材料として注目を集めることになった。本来、エコノミストの間だけの技術的でアカデミックな議論の対象である物価指標が、これほど社会の関心を呼び、政治的な意味を持ったことは過去においてなかった。

内閣府は、2001年3月、デフレを「持続的な物価下落」（具体的には、「2年連続で物価が下落する場合」と定義し直した<sup>64)</sup>。それ以前の内閣府の定義は、「物価下落を伴った景気後退」である。また、日本銀行は、2001年3月に量的緩和政策を導入した際に、消費者物価指数（全国、生鮮食品を除く）の対前年比上昇率が安定的にゼロになることを、緩和政策の解除の条件として明示した。そのため物価指標のなかでも、とくに消費者物価指数の動向に関心が集中することになった。

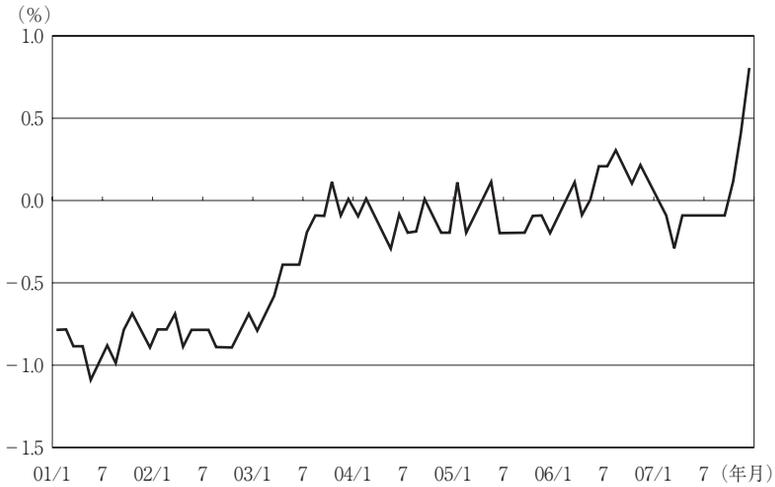
物価指標には、消費者物価指数（CPI）のほかに、GDPデフレーター、企業物価指数なども存在するので、CPI以外の指標を用いれば、異なった政策判断になる可能性がある。事実、内閣府は量的緩和政策解除後の金融政策の決定に関して、2005年12月15～16日の日銀政策決定会合において、「デフレ状況を判断するに当たっては、消費者物価だけでなく、GDPデフレーターを含めて総合的に行うべき」と申し入れ、GDPデフレーターも判断基準として採用すべきだと主張した<sup>65)</sup>。

また、消費者物価指数（CPI）も単一ではなく、カバーする品目の範囲や、算出方法によって、数値は異なる。例えば、2006年7月の定期的な基準年度の変更に伴い、消費者物価指数の算定基準が変更された際には、消費者物価指数が過去に遡って下方修正されることになった。新指数に基づけば、2006年3月に日銀が行った量的緩和政策の解除はタイミングは早すぎたと、疑義をさしはさむ余

64) 内閣府「月例経済報告」2001年3月16日。デフレが再定義された結果、デフレと不景気は同義語ではなくなった。新定義に合致するデフレは、戦前においては稀でなかったが、戦後では1998年以降の物価下落がはじめての事例であり、それ以前は存在しない。

65) 日本銀行「金融政策決定会合要旨」（2005年12月15、16日開催分）。

図表 3-1 消費者物価（生鮮食品を除く）上昇率（対前年比）



出所) 総務省「消費者物価指数」より作成。

地が生じることになる<sup>66)</sup>。

消費者物価指数（2000年基準，生鮮食品を除く総合）<sup>67)</sup>の回復の歩みは遅々としており，継続的に前年比プラスになったのは2005年11月以降であった（図表3-1）。また，年平均の消費者物価指数（生鮮食品を除く）で見ても，2005年には，8年ぶりの上昇（前年比+0.1%）に転じた<sup>68)</sup>。しかし，物価上昇の勢いは弱かった。2006年には，消費者物価指数（2005年基準，生鮮食品を除く総合）はわずかに上昇を続けたものの，2007年2月以降はふたたびマイナスに落ち込んだ。

国内企業物価指数（2000年基準）に目を転じると，ITバブルの崩壊を契機に，2000年9月から40ヵ月連続前年割れを記録した。企業物価下落のおもな原因は，電気機器，輸送機器の価格の下落にあった。

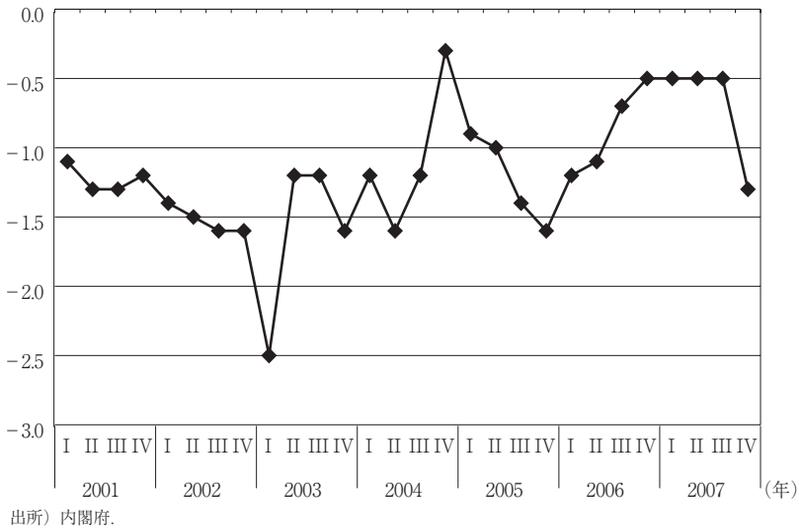
2002年以降，原油の高騰に伴い，鉄くず，鉄鋼，非鉄金属などの素材価格の国際価格も急上昇した。そのため，輸入物価指数は2004～06年に顕著に上昇した（前年度比2004年+6.6%，2005年+17.3%，2006年+12.5%，いずれも2000年基準）が，最終消費財への波及は小さかった。国内企業物価指数（2000年基準）は，2004年1月に前年同月比ゼロとなり，3月以降上昇に転じた。国内

66) 2006年7月から，CPIの算定基準が2005年基準に切り替わった際に，CPIが大幅に下方修正される結果となった（「CPIショック」と呼ばれた。「平成19年版 経済財政白書」pp.69-70参照）。新指数によれば，2006年4月まで総合CPIは下落が続いており，「消費者物価指数の対前年比上昇率が安定的にゼロになる」という量的緩和政策解除の条件が満たされるのは，2006年半ば以降であったことになる。

67) 生鮮食品を除く消費者物価指数をコアCPIと呼び，日銀はコアCPIを政策判断の基準にしている。欧米では，食料・エネルギーを除くコアCPIが一般的である。

68) 2005年基準では，2006年に前年比プラスとなる（+0.1%）。

図表 3-2 GDP デフレーターの変遷



企業物価の最終財価格は、2005年11月に13年ぶりにプラスになった。

「平成18年版 経済財政白書」(2006年7月公表)は、このような企業物価指数のプラスへの転換にもかかわらず、円安や国際商品の高騰という特殊要因を除けば、企業物価は依然として下落が続いていると判断した。この頃(2006年5月以降)から国内企業物価指数は第2次オイルショック以来の高い伸び率を示し、9月には、前年同月比3.6%を記録した。しかし企業物価の急激な上昇は一時的な現象にとどまり、上昇幅はその後縮小に向かった。

他方、GDPデフレーターは、1998年から当該期を通じ、前年比マイナスが続いた(図表3-2)。もともとGDPデフレーターは、CPIよりも低目に出る傾向がある。GDPデフレーターは、2004年10～12月には下落幅がゼロに近づいた(対前年同期比-0.7%)ものの、その後ふたたび下落幅が拡大した。2006年に入ってから上昇に向かったが、プラスには転じなかった(2006年10～12月-0.6%)。ただし、国内需要デフレーターに着目すれば、2006年には下落幅がほぼゼロになったので、2006年にはデフレから脱却したことになる。

## (2) 地価の持ち直し(2005～06年)

1991年をピークに下落が続いた地価(全国平均)は、2006年に下げ止まり、2007年1月1日現在の公示地価は、住宅地、商業地ともに16年ぶりの上昇となった。2006年までに、東京都区部の住宅地や東京の高級商業地の地価は、バブル直前の水準まで回復したが、地価の持ち直しはおおむね3大都市圏に限られ、地方圏は引き続き下落したため、都心と地方との二極化が鮮明となった。2004～06年にかけて、都心で「ミニバブル」が起きたことが、当該期の目立った特徴であった。

都心の地価上昇の要因は、政策と実需の両方に求めることができる。

政策面から都心の地価の持ち直しを実現したのは、「都市再開発」政策であった。2001年4月、経済対策閣僚会議は都市再生本部の設置を決定、5月には都市再生本部が設けられた。その後、「都市再生特別措置法」（2002年4月5日公布）に基づいて「都市再生基本方針」の決定（2002年7月19日、閣議決定）及び「都市再生緊急整備地域」の指定（第1次指定、2002年7月19日）が行われた。「90年代以降の低迷している我が国経済を再生するためには、我が国の活力の源泉でもある「都市」について、その魅力と国際競争力を高め、その再生を実現することが必要である」との認識に立って、東京圏、大阪圏など大都市圏の国際的な地盤沈下を食い止め、「経済活力に満ちあふれた都市に再生すること」が目指された<sup>69</sup>。「都市再生緊急整備地域」の指定や、建築基準法改正による容積率の緩和等の措置は、都心におけるオフィスビルの建設を活性化した。

他方で、地価の回復は、外資による都心の不動産への投資や、団塊ジュニア世代による新規マンション需要（東京都心のマンションに人気が集まったので、「都心回帰」と言われた）によって支えられた側面がある需要に支えられたものであった。

汐留シティセンター（通称「シオサイト」2003年1月31日竣工）、六本木ヒルズ（2003年4月25日開業）などの大規模なオフィスビルが、2003年に一斉に竣工することになり、オフィスビルは供給過剰になるのではないかと予想された（「2003年問題」）。ところが、予想に反して、オフィス需要は減退せず、建設ラッシュは2007年まで続いた<sup>70</sup>。この間に着工ないし竣工した高層の複合施設には、東京ミッドタウン（2007年1月竣工）、新丸ビル（2007年4月19日竣工）などがある。この時期に建設された高層ビルは、時代を反映する社会的象徴ともなった。とりわけ、六本木ヒルズにオフィスを構えるITベンチャー企業の経営者や、そのマンションに居住するニューリッチを指す「ヒルズ族」は、「勝ち組」という言葉と並んで流行語になった。

オフィスビル建設ブームを資金面から支えたのが、不動産投資信託（<sup>リート</sup>REIT、Real Estate Investment Trust）や民間不動産ファンドを通じて流入した投資家の資金であった<sup>71</sup>。REITは、投資家から集めた資金でオフィスビルなどの賃貸不動産を購入し、運用収益（不動産の賃貸料収入）を配当するファンドである。米国で開発された証券化の手法であるが、2000年5月の投信法改正によって日本に導入され、2001年9月に初めて2銘柄が東京証券取引所に上場された（J-REIT）。J-REIT市場は、2005年に3兆円、2007年に7兆円規模に成長し<sup>72</sup>、民間不動産ファンドは2006年末に8兆円規模に達した、J-REITや民間不動産ファ

69) 「都市再生プロジェクトに関する基本的考え方」（2001年6月14日 都市再生本部決定）。

70) 東京都心のオフィスビルの空き室率が底を打ったのは2007年末から2008年年初である。

71) その他、ノンリコースローン（非週及型融資、債務が担保以外にまで週及しない融資のこと）導入（1998年）の効果も無視できない。

72) 東証REIT指数は、2006年後半から2007年前半にかけて高騰し、2007年5月1日に2612をつけた後、暴落した（2008年10月1日、704）。

図表 3-3 株価の推移（日経平均株価）



出所) 日本経済新聞。

ンドだけでなく、金融機関の不動産向け融資も活発化した。2005年7～9月期の新規の不動産向け融資額は、1987年以来の高い伸びを記録した<sup>73)</sup>。日銀、金融庁は2006年初めから、不動産向け融資の監督強化に乗り出した<sup>74)</sup>。

### (3) 株価：バブル後最安値から上昇へ

株価は、2002年5月（日経平均株価1万1,763円）から下落し、2003年4月28日にバブル崩壊後の最安値、7,607円を記録した。2003年5月のりそな金融グループ救済をきっかけに、金融不安が解消して、株価は上昇に転じ、2004年4月には1万2,000円台を回復した。その後、2005年後半から2006年にかけて急激に上昇、2006年には1万7,000円台まで回復した（2006年の最高値は4月の1万7,563円）(図表3-3)<sup>75)</sup>。

株価上昇を牽引したのは、外国人投資家及び個人投資家であった。株式売買高（東証1部・2部・マザーズ）は2003年から2005年にかけて急伸び、2005年にはバブル期の最高水準（1988年2,826億株）の約2倍の水準に達した（5,589億株）。

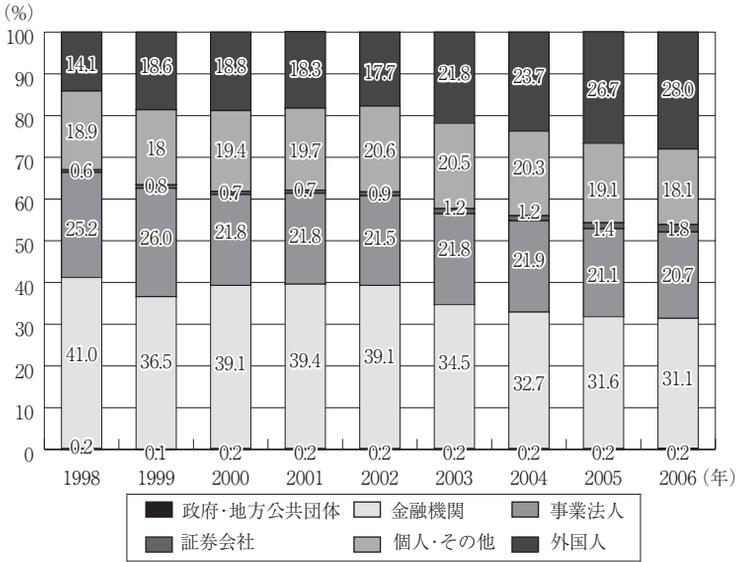
外国人の投資が増えた理由は、第1に、日本株の割安感の強まり、機関投資家を中心とする外国人投資家の投資意欲が高まったことである。第2に、小泉内閣が対内直接投資の促進を政策に掲げ（「基本方針2002」）、2003年1月に、今後5年間で対内投資残高を5倍に増やすと言明したことである。外国人の株式保有比

73) 『日本経済新聞』2005年12月31日。

74) 『日本経済新聞』2006年2月10日。

75) 最高値は2007年7月の1万8,261円。2008年9月15日のリーマン・ショックにより株価は暴落、同年10月27日には7,162円と、バブル後の最安値を更新した。

図表 3-4 投資部門別株式保有比率（全国）



出所) 東京証券取引所ほか「平成18年度株式分布状況の調査結果について」。

率は、2001年の18.3%から2006年には28.0%へ上昇した（図表3-4）。

また、1990年代末からIT技術の発展、株式売買手数料の全面自由化により、ネット取引が本格的に始まり、株価低迷のなかでも取引は拡大した。ネット取引の利用者の大部分は個人投資家取引であり、なかでも、一日に何度も売買を繰り返すデイトレーダーが株式市場における取引高を急増させた。また、株価上昇とともに個人の信用取引も急拡大した。2003年には、売買高に占める個人のシェアは3割に達した。このような売買の急増の結果、証券取引所の取引処理機能が限界に達した。2006年1月18日には、東京証券取引所が「ライブドア・ショック」（2006年1月16日にライブドアが証券取引法違反容疑で家宅捜査を受けたことにより起きた株価の暴落）で殺到した個人投資家の売り注文を捌ききれず、売買を全面ストップするという事件が起きた。

## 第2節 政府・日銀のデフレ対策

### (1) 政府のデフレ対策

本章の扱う2002～06年のほぼ全期間を通じて、政府はデフレ対策を重視し、推進した。内閣府「月例経済報告」の「政策の基本的態度」において、「デフレからの脱却を確実なものとし」の文言が消え、「物価の安定基調を確実なものとし、物価の安定の下での民間主導の持続的な成長を図る」と変更されたのは、2006年9月のことであった。したがって、政府が2006年8月まで、デフレ対策を経済政策の基本に据えていたことは確かである。

内閣発足時に小泉首相が掲げたのは、「構造改革なくして日本の再生はない」という構造改革優先の原則であった。経済対策に関しては、「従来の需要追加型の政策から、不良債権処理や資本市場の構造改革を重視する改革へ」という方針が示された<sup>76)</sup>。具体的には、①2年から3年以内の不良債権の最終処理、②21世紀の環境にふさわしい競争的経済システムの構築、③財政構造の改革（その第一歩として2002年度予算において国債発行を30兆円以下に抑えること）の3つの政策が掲げられた。

アメリカの同時多発テロ（2001年9月11日）が勃発すると、政府はこれにより世界同時不況のリスクが高まるとの危機感を募らせ、2001年12月14日に、「緊急対応プログラム」（事業規模4兆1,000億円の「改革推進公共投資」）を決定した。その後、与党からもデフレ脱却のための総合対策を求める声が高まった。2002年2月13日、小泉首相は関係閣僚に総合デフレ対策の取りまとめを指示し<sup>77)</sup>、2002年2月27日、経済財政諮問会議は、不良債権処理の促進と金融システムの安定を柱とする総合デフレ対策を決定した<sup>78)</sup>。

総合デフレ対策の骨格は以下の通りであった。

- ① 不良債権処理の促進（金融庁は特別検査を3月末までに実施。整理回収機構（RCC）による積極的な不良債権の買い取り。企業再建ファンドの設立促進）
- ② 金融システムの安定（ベイオフ実施に向けた金融システムの安定確保。日銀に対して金融危機の回避のための流動性供給を要請。必要な場合には、資本増強を含むあらゆる手段を講じる）
- ③ 市場対策（空売り規制の強化、銀行等保有株式取得機構の積極活用、株価指数に連動する上場投資信託（ETF）の商品拡大など）
- ④ 貸し渋り対策（売掛債権担保融資保証制度の積極活用など）

「需要追加型の政策」を否定している以上、財政の出動はありえなかった。日銀に対して思い切った金融政策を促したことは、不良債権処理にとどまらず、資金供給による景気刺激の意図を含んでいたと解釈できよう。与党3党は、4月2日に、デフレ対策の緊急提言をまとめた。それは、2002年度予算の機動的な執行、税制改正、財政投融资の積極活用、規制緩和の4点からなり、財政面の措置を強く求めた内容であった<sup>79)</sup>。しかし、6月17日に発表された新たなデフレ対策には、税制改革（研究開発促進税制、相続税・贈与税の軽減措置）の2003年1月実施が盛り込まれた以外は、財政面からの追加措置は明記されなかった<sup>80)</sup>。

2002年9月には日経平均株価が9,000円を割り込むなど、景気の改善が見られないなかで、与党3党は、9月13日に、公的資金によるETF（株価指数連動型の上場投資信託）の購入などの新たなデフレ策を政府に提案した<sup>81)</sup>。これを受

76) 小泉純一郎内閣総理大臣「所信表明演説」（2001年5月7日）。

77) 『日本経済新聞』2002年2月18日。

78) 「早急に取り組むべきデフレ対応策」（2002年2月27日）。

79) 『日本経済新聞』2002年4月2日夕刊。

80) 「当面の経済活性化策等の推進について－デフレ克服の取組加速のために－」（2002年6月17日）。

けて政府は、10月30日、「改革加速のための総合対応策」を発表した。それは、①金融・産業の再生（不良債権処理の加速、産業再生機構の創設など）、②構造改革加速策（税制改革の促進、証券・不動産市場の活性化、都市再生の促進、規制改革の加速）、③セーフティネットの拡充（雇用対策の促進、中小企業対策の推進など）の3項目からなっており、その重点は不良債権処理に置かれていた。これを補完する形で、12月12日には、「改革加速プログラム」が発表された。

2003年1月24日閣議決定の「改革と展望-2002年度改定」は、デフレ克服を当面（2004年度まで）の最重要課題として位置づけ、政府は日銀と一体となって強力かつ総合的な取り組みを行うこととした。

### 第3節 量的緩和政策

#### (1) 量的緩和政策の経緯（2001.3開始、2006.3解除）

2001年3月、日銀は量的緩和政策を導入した。これと同時に、ゼロ金利政策も復活することとなった。以後、2006年3月まで5年間にわたり、量的緩和政策が維持された（図表3-5）。

この期間は、4つの時期に分けられる。

第1期は、2001年3月から2003年3月までであり、この間に、金融緩和政策が推し進められ、日銀当座預金残高の目標値は5兆円から17兆～22兆円まで拡大したが、政府と日銀との関係は良好ではなかった。

第2期は、2003年4月～2004年1月であり、引き続き緩和政策が推進され、当座預金残高目標値は30～35兆円まで引き上げられた。

第3期は、2004年2月～2005年4月までであり、金融政策はそれまでの水準に維持された。

第4期は、2005年5月～2007年7月であり、量的緩和政策及びゼロ金利政策の解除へ向けての措置が講じられ、最終的に2006年3月に量的緩和政策が、同年7月にゼロ金利政策が解除された。

金融市場調節の操作目標を日銀当座預金残高とする量的緩和政策と併せて、国債の買い切りオペの拡大、日銀の買い取る金融資産の範囲の拡大が推し進められた。

#### 〈量的緩和政策の導入と拡大〉

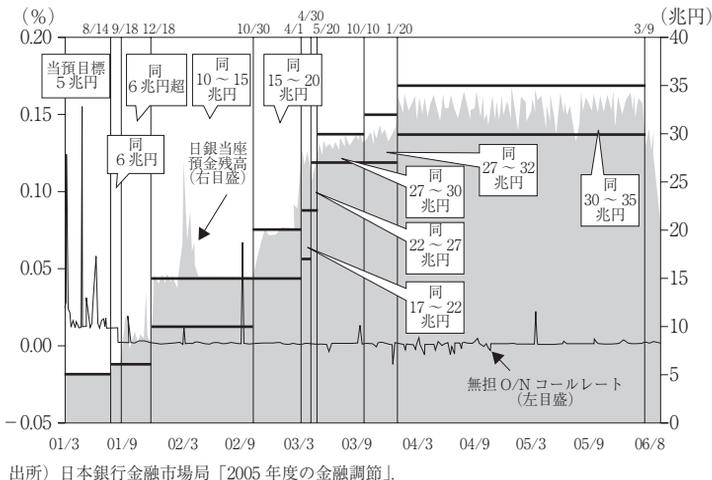
2000年8月に、ゼロ金利政策が解除された後、ITバブル崩壊により世界的に景気が後退し、デフレ傾向は強まった。2001年に入り、日経平均株価が1万3,000円台に低迷するなかで、ゼロ金利の復活、量的金融緩和政策の導入、日銀の国債引き受けなどの思い切った金融緩和政策を求める声が強まった。

2001年2月9日（2月13日実施）、日銀は、公定歩合の引き下げ（0.5%→

81) 『日本経済新聞』2002年9月14日。

図表 3-5 日銀の金融政策の推移

発表年月日	事項
2001年2月9日	流動性供給方法の改善（ロンバート型貸出制度の導入，短期国債買い切積極活用，手形オペ（全店購入）導入の具体化）
2月28日	公定歩合引き下げ（0.5%⇒0.35%）を決定 無担保コールレート翌日物引き下げ（0.25%⇒0.15%）
3月19日	公定歩合引き下げ（0.35%⇒0.25%）
8月14日	量的緩和政策導入（日銀当座預金残高目標5兆円）
9月18日	当座預金残高目標引き上げ（5兆円⇒6兆円） 長期国債買い入れ増額（月額4,000億円⇒6,000億円）
12月19日	当座預金残高目標引き上げ（6兆円⇒10兆～15兆円） 長期国債買い入れ増額（月額6,000億円⇒8,000億円）
2002年2月28日	長期国債買い入れ増額（月額8,000億円⇒1兆円）
9月18日	銀行保有株買い入れ公表
10月30日	当座預金残高目標引き上げ（10兆～15兆円⇒15兆～20兆円） 長期国債買い入れ増額（月額1兆円⇒1兆2,000億円）
2003年3月5日	当座預金残高目標引き上げ（15兆～20兆円⇒17兆～22兆円）
4月8日	資産担保証券の買い取りを表明
4月30日	当座預金残高目標引き上げ（17兆～22兆円⇒22兆～27兆円）
5月20日	当座預金残高目標引き上げ（22兆～27兆円⇒27兆～30兆円）
10月10日	当座預金残高目標引き上げ（27兆～30兆円⇒27兆～32兆円） 時間軸コミットメントの明確化
2004年1月20日	当座預金残高目標引き上げ（27兆～32兆円⇒30兆～35兆円）
2005年5月20日	当座預金残高目標の下限30兆円を下回ることを容認
2006年3月9日	量的緩和政策の解除を決定
7月14日	ゼロ金利政策を解除，短期金利の誘導目標を0.25%に引き上げ 公定歩合を0.4%に引き上げ
2007年2月21日	短期金利の誘導目標の引き上げ（0.25%⇒0.5%）

図表 3-6 日銀当座預金残高と無担 O/N コールレート  
（量的緩和政策導入からゼロ金利政策解除まで）

0.35%)と、ロンバート型貸出制度の新設等の流動性供給方法の改善策を発表した。ロンバート型貸出は、金融機関が公定歩合でいつでも日銀から借り入れることができる制度であり、短期金利が公定歩合以上には上がらないことを意味する。しかし、3月に日経平均株価がバブル崩壊後の安値を更新すると、この程度の政策では効果が薄いとすする不満が高まった。これに応じて、日銀は2001年3月19日、量的緩和政策の導入に踏み切った<sup>82)</sup>。その際の決定の柱は、次の2項目である。

- ① 金融市場調節の操作目標を、これまでの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 新しい金融市場調節方式は、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。

日銀当座預金残高は、それまで5兆円程度であったが、それを6兆円に引き上げることが目標とされた。また、長期国債の買い入れ（買い切りオペ）の月額も、4,000億円から6,000億円に増額された<sup>83)</sup>。

その後、当座預金残高は、8月14日に「6兆円程度」、9月18日に「6兆円を上回ることを目標」、12月19日に「10～15兆円」に引き上げられた。また、長期国債の買い入れも、12月19日に月額8,000億円ベースに引き上げられた<sup>84)</sup>。

さらに、2001年12月19日には、金融政策手段の拡充を図るため、①CP、ABSの一層の活用（CP現先オペの活用、ABCPのCP現先オペ対象及び適格担保への追加、ABSの担保適格範囲の拡大）、②金融市場調節の運営面の改善が決定した。

政府は、2002年2月27日に「総合デフレ対策」を決定し、日銀に対して一層の金融緩和を促した。日銀は、2月28日の金融政策決定会合において、不良債権処理の遅れと、4月のペイオフ一部解禁（定期性預金についてのみ解禁）に伴う金融不安に対処するため、一層の金融緩和策を決めた<sup>85)</sup>。長期国債買い入れの増額（月8,000億円ベースから1兆円ベースへの増額<sup>86)</sup>、適格担保拡大の検討（預金保険機構向け及び地方交付税特別会計向け貸付債権の適格担保化）である。

### 〈2002年秋の金融緩和政策〉

デフレからの脱却が進まないなかで、9月4日には日経平均株価が9,000円台を割り込み、金融緩和と不良債権処理を求める声が強まった。国内では、政府のなかから、「日銀には的確に資金を供給してほしい」（10月6日、竹中経済財政・金融担当相）、「（日銀当座預金残高を）できれば毎月、だんだん引き上げて

82) 「金融市場調節方式の変更と一段の金融緩和措置について」2001年3月19日 日本銀行。

83) その際に、日銀が保有する長期国債の膨張の歯止め措置として、長期国債残高の上限を銀行券発行残高とすることが定められた。

84) 「当面の金融政策運営について」2001年12月19日 日本銀行。

85) 「本日の措置について」2002年2月28日、日本銀行。

86) 塩川財務相は、2月26日の閣議後の記者会見で、「27日に開く経済財政諮問会議で、日銀に月1兆円の国債買い取りを要求しようと思う」と述べた（『日本経済新聞』2002年2月26日夕刊）。

ほしい」(10月11日、塩川財務相)などの発言が相次いだ。また、「積極的に量的緩和を進めるべきだ」(ロゴフIMF調査局長、10月9日)、「日銀は積極的に金融緩和すべき」(OECDの対日経済審査会合、10月14日)など、海外からも金融緩和の要望が出された。

金融機関保有株式の価格変動リスクが金融機関経営の不安定要因となっていることに鑑みて、日銀は、2002年9月18日、銀行保有株式の買い取りに踏み切った<sup>87)</sup>。株式保有額が自己資本(Tier 1)を上回っている銀行(大手銀行11行、地方銀行4行)を対象とし、総枠は2億円であった。日銀の株式保有は、本来、日銀券の裏付けとして安全性・健全性が求められる日銀資産には相応しくなく、日銀資産が劣化すると懸念する声もあった<sup>88)</sup>。そうした懸念があるなかで、日銀が大胆な措置を実施した背景には、銀行保有株の減価に対する危機感があり<sup>89)</sup>、また、既に業務を開始していた銀行等保有株式買取機構(2002年1月設立)の銀行保有株式の買取が進んでいないという事情があった<sup>90)</sup>。

日銀金融政策決定会合は、10月30日、以下の追加金融緩和策を決定した<sup>91)</sup>。

- ① 日銀当座預金残高の目標値の引き上げ(「10~15兆円」から「15~20兆円」へ)。
- ② 長期国債買い入れの増額(月1兆円ペースから、月1兆2,000億円ペースへ)。
- ③ 手形買入期間の延長(「6ヵ月以内」から「1年以内」に延長)。

さらに、12月17日、企業金融の円滑化のために、日銀は、以下の追加的な措置を決定した<sup>92)</sup>。

- ① 証書貸付債権の担保拡大(貸付期間3年以内の証書貸付債権の担保掛目の引き上げ、及び、貸付期間5年超10年以内の証書貸付債権の適格担保への追加)。
- ② 資産担保コマーシャル・ペーパー(ABCP)の適格基準の緩和(2004年度末までの時限措置として適格扱いとする)。

### 〈福井新総裁の追加金融策〉

2002年末から2003年初めにかけて、景気回復力は弱まった。また、2003年3

87)「株式買入等に係る今回の決定について」2002年10月11日、日本銀行。9月はじめに日経平均株価が9,000円を割り込み、自民党からは株価指数連動型の上場投資信託(ETF)購入の要求が出た。日銀の銀行保有株購入は、これに対する代案だったという見方もある(『日本経済新聞』2002年9月24日)。

88) 渡辺孝「日銀は『不良債権買取機構』に墮した」『エコノミスト』2002年10月8日、pp. 44-46。

89) 速水日銀総裁は、9月18日の記者会見で、「世界の中央銀行で民間の株を持っているところはないと思う。日本は銀行と企業が株を持ち合うことによって、信頼関係を保ちあうといった長年の伝統がある。そういうことを考えると、銀行の保有する株価が自己資本に響いてくるとかりリスクになってきたときに、その不安をなくすためには日銀も危機対策、安定化対策として、不安をなくすための手を準備しておく方がいいのではないかと考えている」(『日本経済新聞』2002年9月19日)。

90) 将来の株価下落に伴う取得機構の損失を補うために、銀行は売却代金の8%を拠出金として取得機構に積み立てる必要があった。この点が、銀行側には負担となっていた。2003年9月に、拠出金は廃止された。

91)「金融市場調節方針の変更等について」2002年10月30日、日本銀行。

92)「企業金融円滑化策について」2002年12月17日、日本銀行。

月にはイラク戦争が勃発し、内外株式市場で混乱が生じた。

2003年3月14日、小泉首相は福井俊彦次期日銀総裁に対して、デフレ克服のための追加措置を要請した<sup>93)</sup>。日銀は、3月25日に金融政策決定会合（臨時）を開き、追加金融策を発表した。その内容は、①4月以降も日銀当座預金残高の操作目標20兆円にこだわらず、資金を潤沢に供給すること、②ロンバート型貸出<sup>94)</sup>の貸出期間を延長すること（5営業日→無制限）であった。なお、臨時会合に引き続き開催された通常会合では、銀行保有株式の買入れ枠の拡大が決定された（2兆円→3兆円）<sup>95)</sup>。

4月8日、日銀は中堅・中小企業の企業金融の円滑化を図るために、臨時措置として、資産担保証券（ABCP）を金融調整上の買入れ対象資産とする方向で検討することを公表し<sup>96)</sup>、6月11日に、具体的スキームが決まった<sup>97)</sup>。2005年度末までの臨時措置で、買入れ限度額（残高）は1兆円であった。この措置は、金融機関の中小企業向け債権の一部をバランスシートから切り離して、金融機関に新たな貸出を行う余裕を作ること、また、中小企業の売掛債権の迅速な現金化を図ることが狙いであった。この措置が実効性を持つためには、信用リスクの低い債権まで買入対象に含めることが必要と考えられた。福井総裁は、「信用リスクの世界に日銀が一步踏み入れることで、市場発展の口火の役割を發す」（4月8日記者会見）決意を表明し<sup>98)</sup>、6月のスキームでは、一般に「投資適格」とされているトリプルBに満たないリスク資産まで買入対象に含められた<sup>99)</sup>。

日銀がリスク債権の買取りに踏み切った理由は、量的緩和政策の明確な効果が現れないなかで、中小企業の資金繰りに直接的に関与することで、目に見える成果を得ることにあったと思われる<sup>100)</sup>。財務省は、日銀が買い取り資産を多様化しやすくするため、日銀法53条に基づく準備金の比率を、臨時的に2003年3月期決算に、法定の5%よりも引き上げることにより日銀をバックアップした<sup>101)</sup>。

93) 3月14日の小泉・福井会談において、小泉首相が要請したのは以下の5項目。①2005年度のデフレ克服を目指しさらに実効ある金融政策運営。②財務相との協力による為替相場への適切な対応。③2004年度の不良債権問題終結に向けた金融システム強化への協力。④政府・日銀の意見交換の継続。⑤金融経済情勢を注視した万全の対応（『日本経済新聞』2003年3月15日）。

94) 補充貸付制度とも呼ぶ。2001年3月16日から実施された。金融機関が担保を持ち込めば、日銀が無条件に資金を供給する制度。

95) 日銀による銀行保有株式買い取り額は、2003年3月末現在で1兆1,607億円であった（『日本経済新聞』2003年4月7日夕刊）。同年9月16日には、買い取りの1年間延長が決定された。2004年9月末の期限までに、日銀は2兆180億円の株式を買い取った（『日本経済新聞』2004年10月5日）。

96) 「資産担保証券の買入れの検討について」2003年4月8日、日本銀行。

97) 「資産担保証券の買入れとその考え方について」2003年6月11日。

98) 『日経金融新聞』2003年4月9日。

99) 買入債権の条件は以下の通り。①円建てであること。②国内で発行・振出しが行われたもの。③裏付資産は、中堅・中小企業（資本金10億円未満）に関係するものであること。④裏付資産の5割以上が中堅・中小企業関連であること。⑤裏付資産が貸付債権である場合は、債務者が「正常先」であること。⑥最低BB格相当以上の貸付けを取得していること。⑦発行から償還までの期間が3年以内であること。

100) 『日本経済新聞』2003年6月12日。

101) 『日本経済新聞』2003年4月20日。

これらの措置と併行して、2003年4月末から5月にかけて、日銀は量的緩和政策の目標値を大幅に引き上げた。

4月30日、日銀は当座預金残高の目標値を、これまでの「17～22兆円程度」から「22～27兆円程度」に引き上げることを決定した。同時に、産業再生機構に対する証書貸付債権を、新たに日銀の適格担保にすることを決定した<sup>102)</sup>。

5月17日に、りそなグループに公的資金を注入し、実質上、国有化されることが決まると、日銀は、特別融資によりりそなグループの資金繰りに万全を期す考えを示すとともに、金融市場における混乱を回避するため、5月20日に、当座預金残高目標値を「27～30兆円程度」に引き上げ、潤沢な資金供給を図った<sup>103)</sup>。

#### 〈量的緩和継続へのコミットメントの明確化〉

2003年9月末、日銀当座預金残高は34兆6,000億円に達し、目標値の上限である30兆円を大幅に超えた。他方で、長期金利は8月以降上昇し、9月上旬には1.6%台に達した。

日銀は、10月10日、当座預金残高の目標値を「27～32兆円程度」に引き上げるとともに、国債買戻先オペの期間延長（6ヵ月→1年）を決定した<sup>104)</sup>。景気が回復に転じ、株価が堅調な時期に、追加の金融緩和に踏切ったのは、急激な円高に対処するためであった（10月10日、1ドル108円30銭）。また、現先オペの期間延長は、長期金利の上昇＝国債相場の下落を抑えることに目的があった。

日銀は、同時に、「消費者物価指数の対前年比上昇率が安定的にゼロになる」までの量的緩和政策を継続するという約束の内容を具体的に示し、いわゆる「時間軸コミットメント」（将来にわたりゼロ金利を約束することにより、中長期金利に影響を与える政策）を明確化した<sup>105)</sup>。すなわち、①直近公表の消費者物価指数が対前年比ゼロ%以上となるだけでなく、数ヵ月平均してゼロ%以上になること、②消費者物価指数の前年比上昇率が、先行き再びマイナスになると見込まれないこと、量的緩和政策解除の条件であることを明示したのである。

景気回復が鮮明になるなかで、日銀は、2004年1月20日、当座預金残高の目標値を30～35兆円に引き上げた<sup>106)</sup>。この措置は予想外であると受け止められたが、日銀は、円高圧力を和らげるとともに、マネーサプライの伸び（対前年比伸びが1%台に低迷していた）を促すためと説明した<sup>107)</sup>。

102) 「金融市場調節方針の変更等について」2003年4月30日、日本銀行。

103) 「金融市場調節方針の変更について」2003年5月20日、日本銀行。

104) 「日本銀行の金融政策決定会合における決定について」2003年10月10日、日本銀行。

105) 「金融政策の透明性の強化について」2003年10月10日、日本銀行。日銀の「時間軸政策」は、1999年4月に始まった（4月13日の日銀総裁の発言「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまでゼロ金利政策を継続する」。植田和男[2005]第4章参照）。

106) 「金融市場調節方針の変更について」2004年1月20日、日本銀行。

107) 2月6日からのG7への対応であったと言われる（『日本経済新聞』2004年1月21日）。

### 〈外為市場への大規模な介入〉

2003年4月以降、円売りドル買いの大規模な為替介入が実施されたが、これと軌を一にして日銀は追加緩和措置を実施した（第5章参照）。日銀は、大量の介入資金が市場に流れ込むのを黙認する政策を取っていたことになる。

ブッシュ政権は、日本の量的緩和政策を支援する立場から、溝口財務官の下で行われた日本の大規模な円売りドル買いの為替介入を容認した<sup>108)</sup>。アメリカは、日本の景気が回復の兆しを見せると直ちに為替介入を中止させるよう働きかけた。2003年9月、日本側はアメリカに対して、「円をもっとフレキシブルにする用意がある」と申し出、介入から脱却する意思を示した。2004年3月、溝口財務官はテイラー米財務省次官に対し、為替介入の終了の意思を伝え、3月16日の介入を最後に、介入は後を絶った。

### (2) ゼロ金利政策の解除（2006年7月）

景気回復が進み、2003年末から消費者物価（CPI、生鮮食品を除く）の対前年比下落率がゼロに近づいてきた。金融不安が薄れるとともに、日銀の買いオペの必要性は弱まり、2004年半ばには、しばしば「札割れ」（応札額が予定額に満たないこと）が生じ始めた<sup>109)</sup>。量的緩和政策を解除する条件は次第に整ってきた。

こうしたなかで、量的緩和政策の目的は、長期金利を安定させ、国債の利払い費用を抑えることに重点が移ってきた。量的緩和政策は、国債の発行の受け皿になっており、2002年10月以来、日銀は月額1兆2,000億円の国債買い切り枠を維持した結果<sup>110)</sup>、2004年3月には国債保有残高（長期・短期の合計）は100兆円を突破した<sup>111)</sup>。日銀の長期国債保有額が、2001年3月に日銀が設けた長期国債保有の「天井ルール」（日銀券の発行残高を上回る長期国債は持たないというルール）の限界を、近い将来に突破する可能性も出てきた<sup>112)</sup>。

もはや、量的緩和は「シンボリックな意味」（与謝野自民政調会長）しか持たなくなった<sup>113)</sup>。2004年末から、景気は既に回復しており、30兆円の当座預金目標は引き下げるべきだという意見が出はじめた<sup>114)</sup>。しかし日銀は、金融引き締めシグナルと受け止められることを恐れて、目標値の引き下げに躊躇した。

2005年10月11日、12日の日銀金融政策決定会合において、「2006年度にかけて量的緩和政策解除の可能性が高まっていくとの見方が浸透した」という見方が共有された<sup>115)</sup>。12月8日、福井総裁は、金融の量的緩和の「終わりが近い」と

108) ジョン・B・テイラー[2007]pp. 364-376.

109) 『日本経済新聞』2004年5月27日、8月6日.

110) 『日本経済新聞』2004年2月4日.

111) 『日本経済新聞』2004年3月19日.

112) 日銀が、償還期を迎えた中長期国債をTBに乗り換えた結果、2004年秋には「日銀券ルール」の天井に余裕が生じた（『日経金融新聞』2004年10月6日）.

113) 『日経金融新聞』2005年3月11日.

114) 『日本経済新聞』2005年2月2日.

115) 『日本経済新聞』2005年12月9日.

発言した<sup>116)</sup>。これに対して、武部自民党幹事長は、「デフレ脱却には至っていない」と反論した。

2006年3月9日、日本銀行は、先行き消費者物価のプラス基調が定着していると判断し、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）に変更することを決定した。無担保コールレートの目標値は、当面、ゼロ金利とすることとした<sup>117)</sup>。量的緩和政策の経済・物価に対する効果は、現在短期金利ゼロであることによる効果を中心であるので、「非連続的な変化が生じるものではない」とした。

この決定の際に、日本銀行は「新たな金融政策運営の枠組み」を導入した<sup>118)</sup>。その目的は、「日本銀行法」が定める物価の安定の意味を明確にすることであった。「物価の安定」を「家計や企業等の様々な経済主体が物価水準の変動に煩わされることなく、消費や投資などの経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況」と定義している。そして、中長期的に物価が安定していると理解される物価上昇率として、0～2%という数値を示した。

### (3) ゼロ金利政策の解除

2006年7月14日、日銀は2001年3月以来実施されてきたゼロ金利政策を5年4ヵ月ぶりで解除した。同日の金融政策決定会合は、短期金利の誘導目標値（無担保コール・オーバーナイト物のレート）を0.25%にする決定を行い<sup>119)</sup>、補完貸付の適用金利（「基準貸付金利」、ロンバート金利）も0.1%から0.4%に引き上げた。その理由として、日本の景気が「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ものと見込まれる消費者物価の前年比上昇率はプラス基調を続けていくと予想される」と述べた。なお、長期国債の買い入れ額の毎月1兆2,000億円は維持することとした。

金融政策決定会合では、無担保コールレートの誘導目標値の引き上げには異論は出なかったが、補完貸付の適用金利については、コールレートとのスプレッドが狭すぎると、短期市場の回復を妨げるとして、0.5%を支持する意見もあった<sup>120)</sup>。それまでの0.1%という金利は、2001年9月同時多発テロの際の非常対策であり、ゼロ金利解除の予想が確実視された2006年6～7月にかけては、金融機関の駆け込みの借入が殺到していた。なお、福井日銀総裁は、もはや貸出が資金供給の主力であり、公定歩合が政策金利であった時代ではないので、今後は公定歩合という名称は用いないと表明した。

ゼロ金利解除については、与謝野経済財政担当相が、「日銀の決定を尊重」す

116) 『日本経済新聞』2005年12月9日。

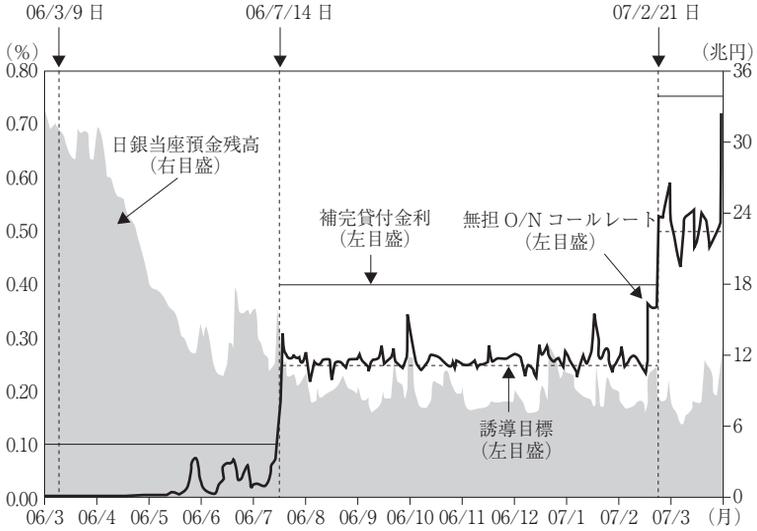
117) 「金融市場調節方針の変更について」2006年3月9日、日本銀行。

118) 「新たな金融政策運営の枠組みの導入について」2006年3月9日、日本銀行。

119) 「金融市場調節方針の変更について」2006年7月14日、日本銀行。

120) 「政策委員会 金融政策決定会合 議事要旨」2006年7月13, 14日、日本銀行。

図表 3-7 日銀当座預金残高と無担 O/N コールレート  
(量的緩和政策解除以降)



出所) 日本銀行 金融市場局「2006年度の金融市場調節」。

ると述べるなど、政府は日銀の方針を支持した<sup>121)</sup>。福井総裁が、連続引き上げは意図していないと発言したこともあり、政府が容認論に傾いたと見られる。

日銀では、超低金利が続く中で物価上昇圧力が強まるのではないかという懸念や、0.25%では「金利正常化」には程遠いという意見があった反面、水面すれすれの消費者物価水準では引き上げは好ましくないという意見もあった。そのため、2006年1月の金融政策決定会合では意見が分かれ、誘導金利目標の引き上げは見送られた。

2007年2月21日、金融政策決定会合は無担保コール金利の目標値を0.5%に引き上げ、補完貸付金利を0.75%へ引き上げることを8対1で決定した<sup>122)</sup>。その理由として、日本経済が「緩やかな拡大を続ける蓋然性が高い」こと、物価は「基調として上昇していくと考えられる」ことを挙げた。

#### (4) 量的緩和政策の効果をめぐる議論

量的緩和政策を、植田和男は、ゼロ金利+時間軸としてとらえ、ゼロ金利政策の延長線上に量的緩和政策があるととらえた。他方で、中原伸之は、金利政策とはまったく性格の異なる政策だと評価した<sup>123)</sup>。伊藤隆敏は、量的緩和政策は、デフレが続くという人々の意識を変化させたのであるから、デフレ対策として大

121) 『日本経済新聞』2006年7月15日。

122) 「金融市場調節方針の変更について」2007年2月21日、日本銀行。

123) 中原伸之[2006]p. 260。

きな意味があったと主張した<sup>124)</sup>。それに対して、香西泰は、銀行に対して潤沢に資金が供給された結果、金融不安を緩和する効果はあったものの、デフレ脱却には役立たなかったと主張した<sup>125)</sup>。また、赤羽隆夫は、そもそも企業利潤が史上最高を記録しているような状態をデフレと名づけるのは誤りであり、量的緩和政策はとっくにその役割（金融恐慌回避の役割）を終えていたと述べた<sup>126)</sup>。

#### 第4節 インフレ・ターゲティングをめぐる議論

インフレ・ターゲティング論が日本で最初に話題となったのは、1998年であった<sup>127)</sup>。2001年頃から、政策担当者も巻き込んだ議論が展開されるようになった。

2001年3月に量的緩和政策が導入された際に、日銀は、「現在の日本では、中長期的に望ましい物価上昇率を数値で示すことは難しいと考えており、インフレーション・ターゲティングについては、引き続き検討事項として位置付けています」と述べた<sup>128)</sup>。インフレ・ターゲティングについて、速水総裁は、インフレ・ターゲティングについて否定的であり、「無謀な賭け」だと退けた<sup>129)</sup>。

2003年3月、福井総裁は、就任の前に国会において、「インフレ・ターゲティングというのは中央銀行にとって非常に重要な道具立ての1つである」と述べ、国民に対して政策の透明性を高めることになり、また、日銀にとっては自己規律を強めることになるというメリットを挙げた。ただし、その採用については今後検討したいとした<sup>130)</sup>。日銀内では、「インフレ参照値」（中央銀行が期待する水準であり、厳格な目標ではない）という緩やかな形であれば実施可能であるという議論があったとされる<sup>131)</sup>。そして、最終的には、2003年10月に、量的緩和継続へのコミットメントの明確化で決着を見た。これを植田和男（日銀審議委員）は、「インフレ率ゼロを超えた後の目標は明示していないものの、インフレ・ターゲティングに近い」と評した<sup>132)</sup>。

インフレ・ターゲティング政策を積極的に支持する立場から、伊藤隆敏（東大教授）が2003年2月25日に国会で意見陳述を行った。伊藤は、ケインズの財政政策や日銀の量的緩和政策は効果を収めていないので、これまで取られなかった

124) 伊藤隆敏[2006].

125) 香西泰[2006].

126) 赤羽隆夫[2006].

127) 1998年には、経済学者の伊藤元重東京大学教授、山崎自民政党調会長らによって唱えられた。日銀の金融政策決定会合においても、1998年6月25日に、インフレ・ターゲティングは検討に値するが効果は現状では不確実だと発言があった（植田[2005]pp. 64-65）。

128) 「新しい金融調節方式 Q&A」（2001年3月19日、日本銀行）。

129) 2003年1月27日の記者会見『日経金融新聞』2003年1月27日。

130) 「衆議院 財務金融委員会」2003年3月18日。

131) 『日本経済新聞』2003年8月12日。

132) 『日本経済新聞』2003年12月25日。植田[2005]は、ゼロ金利政策、量的緩和政策の下でのコミットメントを、インフレ・ターゲティングが「半分」実施されたようなものと評している（p.51）。

「非伝統的政策」を実施する必要があると述べた。具体的には、インフレ目標を導入して、インフレ率が2年後に1~3%になるようにコミットメントをすること、日銀が購入しなかったETFやREITを購入することを提案した<sup>133)</sup>。これに対して、富田俊基(野村総合研究所)は、「手段を選ばないインフレ目標政策や、国債の信託を揺るがせる非リカード的景気対策、財政政策の影響は、不確定、不確定できわめてリスクが大きい」と、インフレ・ターゲティングの導入に否定的な意見を述べた<sup>134)</sup>。

2004年半ばには、量的緩和政策の解除の予想が高まるなかで、「インフレ参照値」を設けて、量的緩和解除後も日銀が潤沢に資金を供給する方針を示すべきだとする意見が出された<sup>135)</sup>。福井日銀総裁も、6月10日に衆議院財務金融委員会において、インフレ参照値を検討課題とすると述べた<sup>136)</sup>。6月4日に閣議決定された「骨太方針2004」(「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2004について」)は、「改革と展望-2003年度改定」に掲げられた2006年度以降2%以上の経済成長を実現するために、政府が日銀と一体となって政策努力をすると記した。これは、日銀に対して、緩和解除の条件として年2%成長を約束させたものと解釈できる<sup>137)</sup>。

#### [参考文献]

- 赤羽隆夫[2006], 「量的緩和政策解除で“得”をする人は誰か」『エコノミスト』  
2006年4月18日号, pp. 30-31
- 伊藤隆敏[2006], 「国民の“デフレ期待”を変える効果があった」『エコノミスト』  
2006年4月18日号, pp. 20-21
- 植田和男[2005], 『ゼロ金利との闘い』日本経済新聞社
- 香西泰[2006], 「金融緩和だけで物価は上昇しない」『エコノミスト』2006年4月18日号, pp. 22-23
- テイラー, ジョン・B[2007](中谷和男訳), 『テロマネーを封鎖せよ』日経BP社
- 中原伸之[2006], 『日銀はだれのものか』中央公論新社

133) 「衆議院 予算委員会公聴会」2003年2月25日。

134) 「衆議院 予算委員会公聴会」2003年2月26日。

135) 『日本経済新聞』2004年6月7日。

136) 『日本経済新聞』2004年6月10日。

137) 消費者物価指数よりも1%ないしそれ以上低いGDPデフレーターを指標として採用せよというようにも読める(『日本経済新聞』2004年6月16日)。