

第 51 回 インナー大会 中央大学大会

バブル期以降の金融政策の評価

専修大学経済学部 望月ゼミナール 金融班

代表 富田 優希
岡崎 俊祐
田代 絵美
御立 尚良
宮里 莉彩

目次

	第1章 バブル期後の金融政策～伝統的金融政策から非伝統的金融政策へ～	3
	1-1 金融政策とは何か	3
	1-2 伝統的金融政策について	4
5	第2章 ゼロ金利政策	6
	2-1 ゼロ金利政策への移行	6
	2-2 ゼロ金利政策の実施	6
	2-3 政策の骨子と構成について	7
	2-4 量的側面	7
10	2-5 時間軸側面	7
	2-6 ゼロ金利政策の解除	8
	2-7 政策評価	8
	第3章 量的金融緩和	9
	3-1 導入背景	9
15	3-2 政策内容と導入後の動向	9
	3-3 政策の効果	10
	第4章 信用緩和政策	13
	4-1 包括的金融緩和政策の導入	13
	4-2 信用緩和政策	13
20	4-3 CP・社債買入れによるクレジット市場への影響	14
	4-4 包括的金融緩和政策の評価と展望	15
	参考図表	16
	参考文献・参考HP	27

第1章 バブル期後の金融政策～伝統的金融政策から非伝統的金融政策へ～

日本経済はバブル崩壊を機に「失われた20年」とも呼ばれる長期デフレ不況、ゼロ成長を歩んでいる。

5 本稿はこのような背景の中、日本銀行の金融政策の変遷とその評価を行なうものである。まずは本章で、伝統的金融政策についてその期待された役割と、バブル経済崩壊によってもたらされた望まれる金融政策の変化について論じる。

10 10 なお、本稿では日本銀行が日常的に目標とする通常の金融政策手段を『伝統的金融政策』、ある特殊な状況下において通常とは異なる方針や目的をもってなされる金融政策手段を『非伝統的金融政策』と呼称する。

1-1 金融政策とは何か

15 15 伝統的金融政策、また、その後に行なわれていく量的緩和政策をはじめとする非伝統的金融政策を議論していく前に、そもそも金融政策とは何かについての理解を深めたいと思う。

金融政策とは中央銀行が行う政策のことである。マクロ経済を考えた時に政策手段として金融調節の観点から経済政策を行なうものである。通常、その国の中央銀行がこの役割を担う。日本ならば日本銀行がその役割を担う中央銀行となる。

20 20 今日まで日本銀行に期待されたのは、特に経済を円滑に成長させるための物価の安定であった。太平洋戦争終結直後に発生した悪性インフレなどが発生しないように、そしてバブル経済のような極端な実態のないインフレが発生しないことに注力している。すなわち、景況変化で物価が極端に変動しないように金融政策を通じて調節することこそが日本銀行の使命であった。このような目的を持ちなされてきた政策手段は三つある。これらをその後の政策と比して伝統的金融政策と呼称する。

- 25 25 ①公定歩合操作（貸出金利政策）
②法定準備率操作（準備預金比率の変更）
③公開市場操作（オープンマーケットオペレーション）
これらの手法と意義については次節で述べることとする。

30

1-2 伝統的金融政策について

第一節では大本の大前提たる、金融政策とは何であるかについて論じた。

続く第二節では三つ上げた伝統的な政策手段のそれぞれの金融調節機能の仕組みを論じる。また、本節から時系列にて事象を追っていく。

- 5 先に上げた三つの伝統的金融政策であるが、それぞれ金融調節の仕組みが異なる。これら金融政策が決定的に変わるのは1994年9月に実施された金利自由化である。それまでは直接金融・間接金融の概念図（図表1-1参照）から見て取れるように、市中金利の上下変動によって金融調節を図っていた。従来金利決定は自由に決定できるわけではなく規制が存在した。裁量行政による政府主導の政策を採りやすくするためである。
- 10 ここでいう規制とは、法律に基づき、公定歩合と呼ばれる指標が市中金利と連動するようにされていたことである。そのため銀行が家計や企業向けに融資する際の金利は間接的に日本銀行が操作することが可能であった。このような縦に連なる関係性があったため規制解除以前は日本銀行が主に使用していたのは①公定歩合操作であった。（図表1-2参照）
- また、もう一つの手段として②法定準備率操作も行なわれていた。
- 15 法定準備率とは日本銀行当座預金として、各銀行に一定割合の資金を預金することを義務付けられているものの割合のことである。銀行の資金量を調節することによって金融調節を行なうものである。
- なお、1991年にソビエト連邦崩壊と米ソの冷戦構造の崩壊から、米ソを中心とした世界構造から徐々にパワーバランスが変化していく事となる。これによってグローバル化の潮流が世界各国に及び、その一連の流れの中に金利自由化も挙げられる。金利自由化以降、
- 20 その他にも多種にわたる金融関連の規制緩和が続々となされていく。
- さて、それでは金利自由化以降、日本銀行は果たして何を目標としてきたのか。その答えが③公開市場操作である。現在も行なわれているのがこの政策手段である。
- 図表1-3の模式図がオペレーションの具体的な流れである。金融政策の運営方針が委員会
- 25 で決定されると、短期市場、なかでもインターバンクと呼ばれる金融機関同士が資金のやり取りをする市場に対してオペレーションが発動される。つまり誘導目標はこれまでと異なり無担保コールレートと呼ばれる金融機関同士の短期金融市場の貸出金利である。具体的には資金供給や資金吸収のために金融機関から国債の売買等を行い、資金調節をすることで間接的に貸借需給を調節していく。先ほど述べた間接金融の資金経路の仕組みを有効
- 30 活用するために、銀行の資金量を調節するのである。

以上で伝統的金融政策についての論考は終わりとする。

この後の非伝統的金融政策と比較が容易なようにこの節で政策の期待された役割について改めてまとめた。(図表 1-4 参照)

第二章以降はこれら伝統的金融政策と比して非伝統的金融政策と呼ばれる政策を論考、

5 評価していく。

第2章 ゼロ金利政策

2-1 ゼロ金利政策への移行

5 バブル崩壊後、金融緩和が行われるにあたり操作されてきた政策金利は公定歩合とコールレートであった。日本においては金融政策の操作目標はコールレートよりも公定歩合に比重が置かれていたが、1990年代以降において公定歩合とコールレートにおける水準の逆転が生じた。

10 日本銀行が公定歩合をコールレートよりも低水準で設定することによって、市中銀行にとって準備(短期資金)を市場で調達するよりも日本銀行から借りた方が有利な状況が割り出されてきた。このような関係によって日本銀行貸出しによる準備供給がスムーズに進められていた。

15 このような金利関係に基づきながら日本銀行は金融政策を行ってきたが、1995年以降、日本銀行は公定歩合とコールレートを逆転させ、1.0%と当時最低水準に達し、それ以上の引下げが難しかった公定歩合よりもコールレートをさらに下回らせることによって、さらなる金融緩和策の余地を作った。

2-2 ゼロ金利政策の実施

日本銀行は1995年9月に公定歩合を0.5%までに引き下げ、その後金融調整の操作目標を無担保コールとし、1998年には誘導目標を0.25%とした。

20 この時期国内では大手金融機関(山一銀行・北海道拓殖銀行・日本長期信用銀行)などが破たんし、国外ではアジア通貨危機、ロシア金融危機などが発生していた。

1998年秋以降、金融不安の高止まり、円高、長期金利の急騰(0.7%→2.5%)などにより、日本経済は危機的な状況へと陥った。

25 このため、日本銀行は1999年2月、①「企業や消費者の心理は依然慎重なものにとどまっております、民間経済活動が停滞を続けている」こと、②「長期金利が大幅に上昇し、為替相場も円高気味の展開が続いている」などの背景から、「豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コール(オーバーナイト金利)をできるだけ低めに推移するように促すゼロ金利政策を実施した。また、この後2006年3月から7月の期間においてもゼロ金利政策が実施された。(図表2-1)

2-3 政策の骨子と構成について

ゼロ金利政策の骨子としては、

- 骨子 1. 無担保コール翌日物金利をゼロ%で推移させる
- 骨子 2. 以上を「デフレ脱却の払拭が展望できるような情勢」になるまで継続する

5 とされ実施された。

構成要素としては、

- I. コールレートの実質ゼロへの誘導(=量的緩和側面)
- II. ゼロ金利政策への「デフレ懸念払拭まで」のコミットメント(=時間軸効果的側面)

の2点が特徴づけられる。

10

2-4 量的側面

ゼロ金利政策が次章にみる量的緩和政策と異なる点は、無担保コール翌日物金利を操作目標とする従来の政策手法の範囲内で、誘導目標をゼロにした点である。

その中で、これまでとは異なり市中銀行が日本銀行に持つ準備預金に超過準備が発生し(図表 2-2)、準備預金の積み立てに対して制約性が弱まり、これによってマネーサプライの増加・同時に市中金利の低下が図られた側面がある。すなわちゼロ金利政策は事実上量的緩和政策が持つ特徴を兼ね備えていた。

15

2-5 時間軸側面

時間軸効果の背景となるものは、金利決定に関する「期待理論」と呼ばれる考えであり、純粋期待仮説を用いると、期間の長い金利は基本的には将来の短期金利に関する市場の予測を合成したものと等しくなるため、長期金利は短期金利の期待動向を反映するものと考えることができる。

20

ゼロ金利政策においては「デフレ懸念の払しょくが展望できるような情勢になるまで」といった政策解除のための条件が設けられ、実際にこの条件のもとで、短期国債の金利

25

(2000年2月末の時点)をみると、3ヵ月物が0.04%、1年物でも0.12%程度とゼロに近い水準となっている。

30

2-6 ゼロ金利政策の解除

骨子における「デフレ払拭」の定義や判断基準については、日本銀行の政策決定会合において議論が展開されているが、その議論から重要な判断基準とされていたものは、①先行きの物価動向に関するリスクの総合判断が必要であること、②その際、自律的な民間需要の回復が重要なポイントとなること、③回復を完全に確認するのではなく、アップサイド・ダウン・ダウンサイドのリスクの比較考慮が必要であることの三点があげられる。

このような判断基準や議論の中で、2000年8月11日の金融政策決定会合において日本銀行は、「日本経済は、かねてより『ゼロ金利政策』解除の条件としてきた『デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢』に至ったものと考えられる。」として、「ゼロ金利政策」を解除し、無担コールの誘導水準を0.25%とした。

2-7 政策評価

政策評価について、ゼロ金利政策第二期(2006.3-7月)においては量的緩和政策から通常政策への移行に伴う施行と判断することができるため、その政策評価については割愛し、第一期に絞って見ていく。

まず、量的緩和側面においては超過準備が発生したことから市中銀行の貸出行動にある程度の影響を与えたと考えられるが、実施期間が短いため、实体经济にどれほどの影響を及ぼしたかについては実際の効果の検証は難しい。時間軸効果においても影響を図るためにはあまりにも実施期間が短かったということが指摘できる。

以上の点を踏まえ、ゼロ金利政策の解除については振り返ってみると、政策決定当時に発表されていた消費者物価指数の数値が前年比マイナスであったことや(図表 3-2 参照)、ゼロ金利政策解除後、デフレは解消されるどころか悪化したことなどから、解除時点における日本銀行の対応に問題点を指摘することができ、また結果的にゼロ金利政策後、日本銀行は更なる金融緩和を余儀なくされ、これまでの信用を失うと同時に、次章で延べられる非伝統的な手法を含んだ量的緩和政策へと踏み切っていくこととなった。

第3章 量的緩和政策

3-1 導入背景

日本は米国のITバブルの崩壊の影響を受け、輸出・生産が急落した。それぞれ対米輸出
5 が前月比マイナス3.1%、生産がマイナス3.9%と過去最大の落ち込みを記録した。また、日
経平均株価もバブル後最安値の1万3000円割れを更新し(図表3-1)、バブル崩壊後の消費
者物価指数(CPI)は、上昇率が低下し、90年から2005年までの水準は累積で約3%も下落
した(図表3-2)。これらの影響もあり、日本経済の停滞は、企業の過剰債務問題や金融機関
の不良債権問題を生んだ。政府も「緩やかなデフレにある」との見解を示し、日本銀行は
10 量的緩和政策を導入した。

この量的緩和政策は、前例のない政策であり操作目標を「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」に変更することに対して慎重になる委員も多く、
ゼロ金利政策を導入するべきとの意見も挙がった。しかし、日銀当座預金残高を操作目標
にし、その残高を引き上げることでゼロ金利政策と同様の効果が得られるという理解が共
15 有され量的金融緩和政策の導入に至ったのである。

3-2 政策内容と導入後の動向

ここでは、量的緩和政策の内容を考察後、量的緩和政策の導入後の動向について論じる。

まず、量的緩和政策の内容であるが、内容は以下の通りである。

- 20 ①金融政策の操作目標を従来の「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」へ変更し、その残高を最近の4兆円から5兆円程度に増額する事
②日銀当座預金残高を増額する手段として、長期国債の買い入れ額を増額する事
③消費者物価指数CPI(生鮮食品を除く)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上になるまで続
ける事

25 一つずつ見てみると、①は日銀当座預金残高がゼロ金利政策と同様の効果が得られる理
解があると共に、貨幣量をターゲットにすることによってベースマネーを増加し、確実に
市場へのマネーサプライを増加させ、物価の上昇をもたらすことを狙いとしたものである。
②では人々の期待により強く働きかけるため、また操作目標である日銀当座預金残高が札
割れとなり資金供給に限界が生じるのを防ぐために設定された。③は時間軸政策の事であ
30 るが、これは量的緩和政策かゼロ金利政策かを議論していてもこの時間軸は取り入れるべ

きということに対する異論はなかった。というのは、以前のゼロ金利政策下でとられた「デフレ懸念の払拭まで」の時間軸が不透明であったという認識がなされたため、時間軸政策を取り入れることによって日本銀行が強い金融緩和の意志を示すことで、緩和効果を強めデフレ・スパイラルに陥ることを防ぐ狙いがあった。

- 5 量的緩和政策導入後、日銀当座預金残高は9回引き上げられ、当初の5兆円から最終的には35兆円程度まで引き上げられた(図表3-3、3-4)。この引き上げが可能であったのは、第1に金融機関の不良債権比率の上昇と株価の下落により、金融機関が不測の事態に備えた予備的動機から日銀当座預金の需要を増やしたことである。第2に2001年9月以降に無担保コールレートが0.001%まで低下したために、金融機関側が超過準備を保有する機会費用がなくなり、日銀当座預金への選好が高まった為である。

- 10 2003年6月以降、長期金利が上昇し始めたので、時間軸政策の趣旨をより明確化する為に量的緩和政策継続のコミットメントを打ち出した。これは、消費者物価指数が基調的にゼロ%以上を動いていると判断し、先行き再びマイナスになる見込みがないと判断された場合でも経済・物価情勢によっては量的緩和政策を継続する可能性があるということであった。つまり、時間軸政策が達成されたとしても量的緩和政策が継続される場合があるということである。時間軸政策は日本銀行の政策に対する信認に依存しているので、不信感が募れば時間軸政策に制約が生じると日本銀行は警戒したのである。

3-3 政策の効果

- 20 ここでは、量的緩和導入で期待されていた効果の結果と実際に得られた効果を論じる。
- まず、量的緩和を導入したことによってマネーサプライの増加が期待されたが、それは達成されたのか。結果は、ベースマネーをいくら増加させてもマネーサプライはなかなか増えなかった。準備預金の超過は金融機関にとっては機会費用の損失である。準備預金は無利子であるからだ。そこで、金融機関は貸出やコール市場で運用して利益を得ようとする。ただし、コール市場というのは準備預金の貸出市場であるから準備預金が全体としての所要準備額に達してしまえば、残りは貸出などに回さざるを得ない。金融機関は、貸出を行おうとするも、リスク管理やその他の観点から、準備預金を超えた分をすべて貸出に回しきれない。

- 25 量的緩和では、準備預金を大きく増やしていった。資金供給を行ったことにより、コールレートが低下するが、コールレートはすでに0%付近に達しており、それ以上低下せず、

したがって中長期金利を低下させることもできなかった。金利が低下しなければ、資金需要も増加することはない。以上の結果より、量的緩和政策のもとで、日本銀行はベースマネーをいくら増加させてもマネーサプライは増加しないという問題に直面したのだった(図表 3-5)。

- 5 量的緩和政策により、期待された効果としてもう一つあげられるのは、ポートフォリオ・リバランス効果である。ポートフォリオ・リバランス効果は、「資金量拡大」特有の効果として期待されたもの。金融機関の資産構成のうち、安全だが利息がつかない「日銀当座預金残高」が積みあがれば、金融機関は、より有利な運用先を求めて、「日銀当座預金」から「貸出や債券・株式投資」などに資金をシフトさせ、その結果、経済が活性化するのではないか、という考え方だ。期待効果は、「日本銀行が資金供給を増加させれば、いずれは物価上昇や景気回復につながる」という予想を人々の間に醸し出すとともに、企業や家計の景気に対する見方を改善させることで、企業の設備投資や個人消費の回復を期待する効果である。多くの見解では、ポートフォリオ・リバランス効果は目だって効果がなかったと言われている。理由は銀行による貸し渋りと企業の借り渋りが指摘されている。当時多くの銀行は不良債権を抱え、リスクテイク能力が低下していたため、貸出が伸びなかった。
- 10
- 15 また、企業はバブル期に借入を増やしたことで過剰債務を抱え、その返済に追われていたために、資金需要が伸びなかったことが原因とされている。

次に、量的緩和政策を導入することによって実際に得られた効果は以下の通りである。

- 一つは、政策コミットメントを行うことによる時間軸効果である。量的緩和政策による政策コミットメントとは、消費者物指数（生鮮食品を除く）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上になるまで量的緩和政策を継続させるということである。この効果は、国債のイールドカーブでみることができる(図表 3-6)。
- 20

- また、第 2 節で金融機関の不良債権比率の上昇により金融機関が不測の事態に備えて日銀当座預金残高の需要を高めたと述べたが、金融システムを安定させるためには巨額の不良債権処理を早期に行う必要があったため、銀行側には少しでも資金を手元に留めておきたいニーズがあった。日本銀行は、買いオペレーションの実施により潤沢な資金を当座預金に積み増すことで、必要時にはほぼゼロコストで資金が調達できる状態を作った。金融機関の流動性需要にこたえることによって、金融システムに対する心理的不安を和らげるとともに、銀行の不良債権処理も後押ししたといえる(図表 3-7)。
- 25

- 30 日本銀行は量的緩和政策中、様々な非伝統的金融政策を行ってきたが、2006 年 1 月の消

費者物価指数の前年度比上昇率が+0.5%と、前月の同+0.1%から大幅に拡大したことにより(図表 3-8)、2006年3月8~9日に行われた金融政策決定会合において量的緩和政策を解除するに至った。この解除により、金融政策の操作目標は日銀当座預金という資金量から金利にシフトし、「無担保コールレートを概ねゼロ%で推移するよう促す」とされた。

5

10

15

20

25

30

第4章 信用緩和政策

4-1 包括的金融緩和政策の導入

この章では包括的金融緩和政策に関して論じていく。昨今、100年に1度の金融危機と言われ、米国、欧州を始めとして世界各国で米国発のサブプライムローンを契機とした住宅バブル崩壊により世界同時不況がまだ継続している。その中で、アメリカでは金融緩和政策をFRBが実行し、政策金利であるFFレート（フェデラル・ファンドレート）もゼロ金利へ迫る勢いである。そんな世界情勢の中、日本は日本銀行が非伝統的である包括的金融緩和政策を実行した。

5
10
ここに於ける包括的金融緩和政策とは、量的緩和政策と信用緩和政策の両方の面を持った政策であると定義する。また、量的緩和政策に関しては第3章で論じているので、第4章では信用緩和政策を中心に論じる。

また、非伝統的金融政策は学術的にも国際的にも明確な定義が存在しない。よって、我々は以下のように非伝統的金融政策を定義し進めていく。（図表4-1参照）

15

4-2 信用緩和政策

信用緩和政策とは、ゼロ金利政策とも量的緩和政策とも異なる政策である。量的緩和政策は、日銀当座預金残高を大幅に増やすことによって、銀行間取引が行われるインターバンク市場における金利を低下させ、無担保コールレートをゼロ水準まで低下させる事により、民間金融機関が企業や個人に対して資金を貸し出す際の金利を低下させようとし、ベ
20
ースマネーを増加させ金融緩和を図った政策（図表4-2参照）である。また、日本銀行の金融政策の目標の代表的なものとして、物価の安定と金融システムの安定があり、今回の世界同時不況によって企業金融が不安定になったことから日本銀行は企業金融安定化の為に金融緩和を行った（信用秩序維持政策：プルーデンス政策）。その一環として、量的緩和政
25
策と信用緩和政策を併せ持つ、包括的金融緩和政策を実行した。

実際に行われた信用緩和政策は、日本銀行が民間企業のリスク資産を民間金融機関から購入し、民間金融機関の資産部分の負担を軽減させる政策である。

日本銀行がリスク資産を購入する過程でバランスシートも膨らみ、結果的には量的緩和政策と同じ様な効果を持つ政策といえる。しかし、量的緩和政策と決定的に異なる点は、
30
リスク資産を日本の金融の中核である、日本銀行が買取するという点にある。

ここで述べているリスク資産とは、民間金融機関が保有しているリスク資産であり、企業から直にリスク資産を買い取っているわけではないことに注意が必要である。

日本銀行が買い取りを行った銘柄に関しては主に、長期国債やCP、社債、指数連動型上場投資信託（以下、ETF）や不動産投資信託（以下、REIT）などのリスク資産を買入れた。

5 （図表 4-3・図表 4-4 参照）

4-3 CP・社債買入れによるクレジット市場への影響

日本銀行がリスク資産であるCPを買取った事によるクレジット市場、特に企業金融への影響は、限定的であるように思えるが、企業のCP発行環境は大幅に改善したことが読み取れる（図表 4-5 参照）。これは、政府・日本銀行がリスク資産であるCPを積極的に買入れた事で今まで引っ込んでいた買い手が市場に出てきて、誰も買わないという不安が取り除かれた為である。

以上の事から、日本銀行がリスク資産であるCPを積極的に買入れた事により企業金融支援策は効果があったと評価できる。

15 社債買入れのクレジット市場への影響は、買入れ対象において「シングル A 格相当以上の、残存期間 1 年以内」という制約がある。しかし、実際に資金繰りが非常に厳しい企業の多くは BBB 格相当以下の企業に存在しており、そういった低格付けの社債を購入できない事、また買入れの額が 1 兆円という事もあり、日本銀行が実施した初回の社債の買取り
20 応札額が通知額を大幅に下回るという札割れになった事からも分かるように、社債買入れの効果は限定的であると評価出来る。しかし、日本銀行もあまりにも低格付けであるリスク資産を購入し、購入した社債が不良債権化してしまうと日本銀行のバランスシートの健全性に問題が生じてしまうという点もある為どうしてもある一定の制約の下でしかリスク資産、A 格相当以上の社債にしか買入れが出来ないという問題がある。

25 以上の事から、CPの買入れに関しては、企業の資金繰り支援には効果があり企業金融支援策としての一定の効果はあると評価することができる。社債の買入れに関しては、企業の資金繰りの支援への効果は購入対象の格付に狭い制約がついたころもあり効果は限定的であると評価する。しかし、政府日銀が積極的にリスク資産である社債を買入れたことは、企業の心理的、内面的な側面から社債市場を下支えし、過度のマイナスイメージを下げた効果は限定的だったとはいえ評価することはできる。

30 .

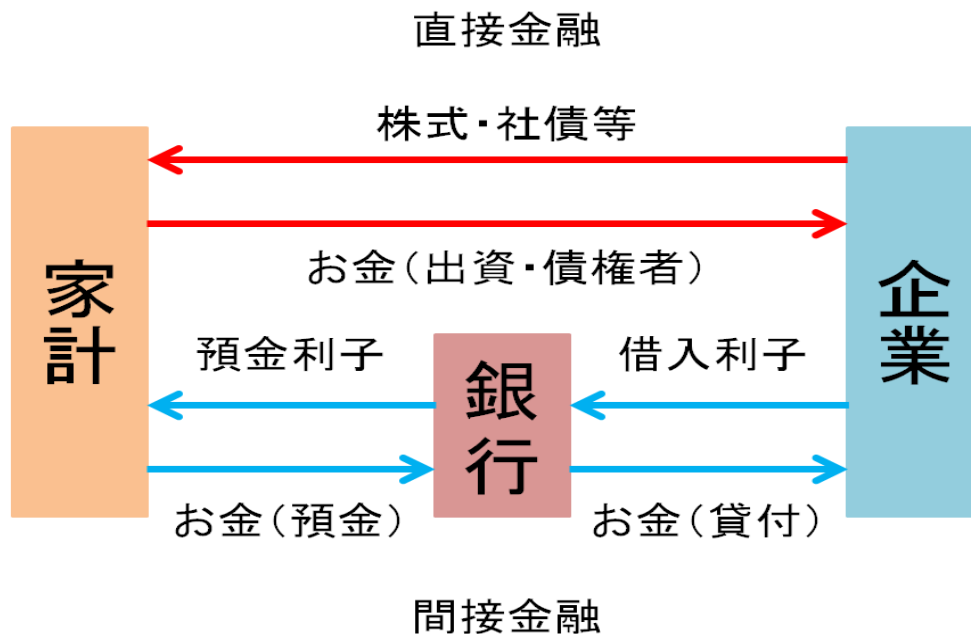
4-4 包括的金融緩和政策の評価と展望

信用緩和政策が実施された後の、特に影響のあったクレジット市場の動向などを注視してみると、CPの買入れは企業の資金繰り支援に効果がある。しかし、社債の買入れの企業の資金繰りへの効果は購入対象の格付けに制約がついていたこともあり効果は限定的である。しかしながら、日本銀行が社債などを積極的に買い取った行動は、企業の社債発行などに対し、心理的な側面から社債市場を下支えしたと評価できる。

このように、今回リーマン・ショックを契機に世界中に波及した世界同時不況は、主に日米欧の金融市場に対して大きな打撃を与えた。日本銀行総裁である白川方明は日本銀行政策委員会と共にこの世界同時不況に対応すべく金融緩和政策を打ち出した。白川方明は包括的金融政策に対し「異例中の異例」とし従来の非伝統的金融政策とは違った信用緩和政策と量的緩和政策を軸とした金融緩和政策を実施した。現在、世界が経済・金融・人・モノ・カネ共に国境を越えて行き来するグローバル化の時代においては今後、このような経済危機が勃発してまたグローバル化の影響により世界に飛び火するような状況が続く可能性が非常に高い。そうした中、日本はデフレや人口減少、財政赤字、資金需要といった様々な問題を抱え低迷している中、グローバル化におけるリスク管理を持ちつつ、金融システムの在り方を見直す必要があるのではないだろうか。

参考図表

図表 1-1 直接金融・間接金融概念図



出所)『金融論をつかむ』を参考に筆者作成

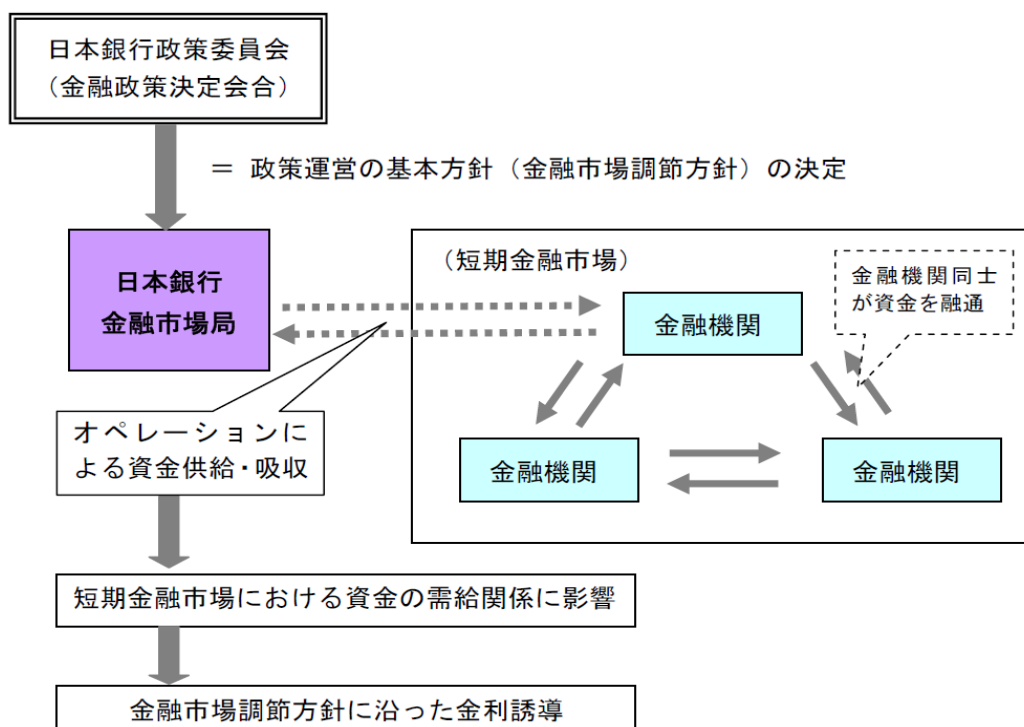
5

図表 1-2 公定歩合操作の効果波及経路



出所)『金融論をつかむ』を参考に筆者作成

図表 1-3 Open Market Operation



出所) 日本銀行パンフレットより引用

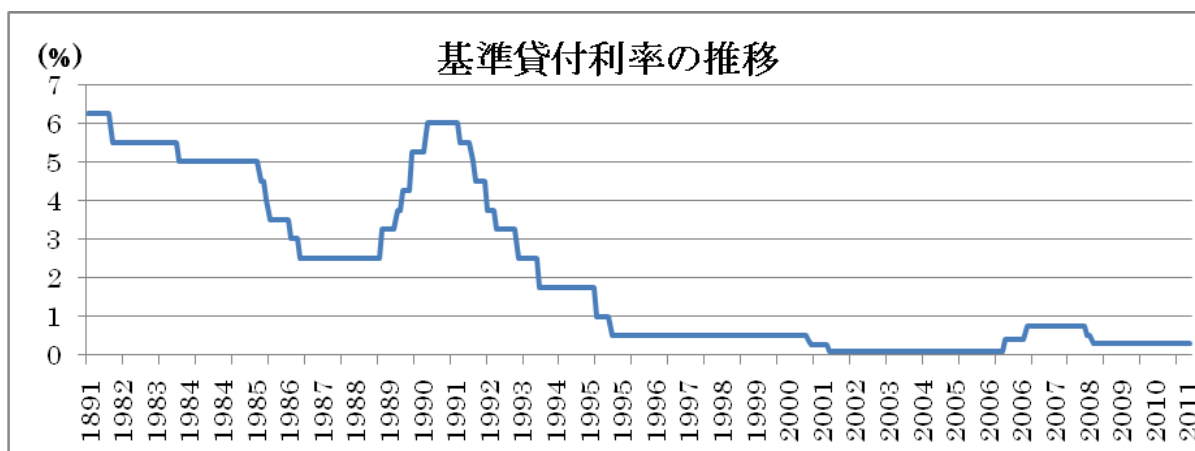
5 図表 1-4 伝統的金融政策のまとめ

伝統的金融政策	誘導目標	活用頻度※1	使用年限
公定歩合操作	市中金利操作	◎⇒×	1994年※2
法定準備率操作	銀行資金量操作	△⇒×	1991年
公開市場操作	無担保コールレート	△⇒○	現在の主政策

※1：金利自由化以前⇒以後で表記

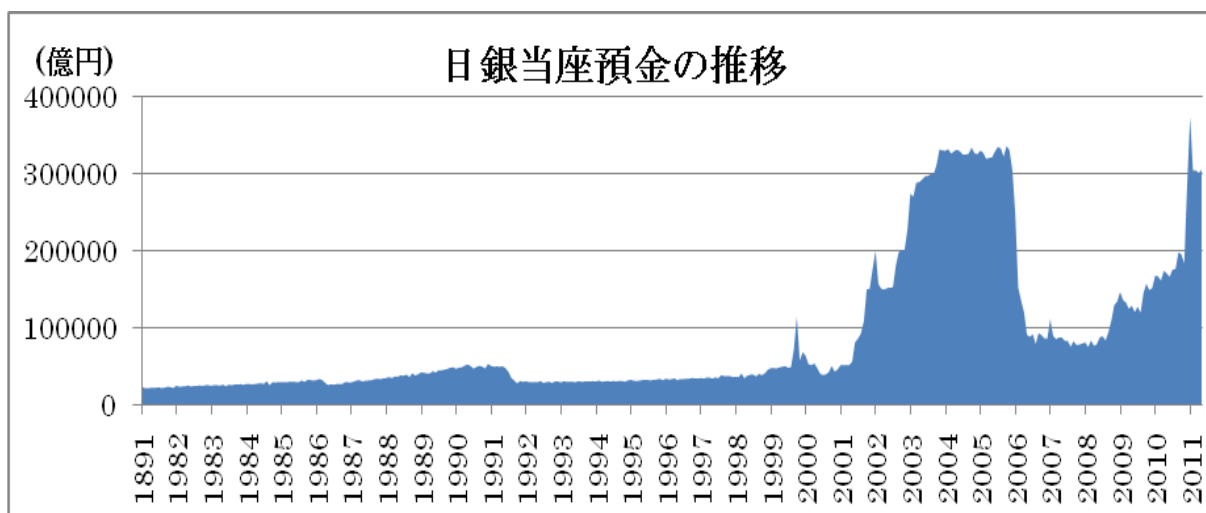
※2：自由化により金融調節機能は失ったが、公定歩合自体は残っている。

図表 2-1 基準貸付利率の推移



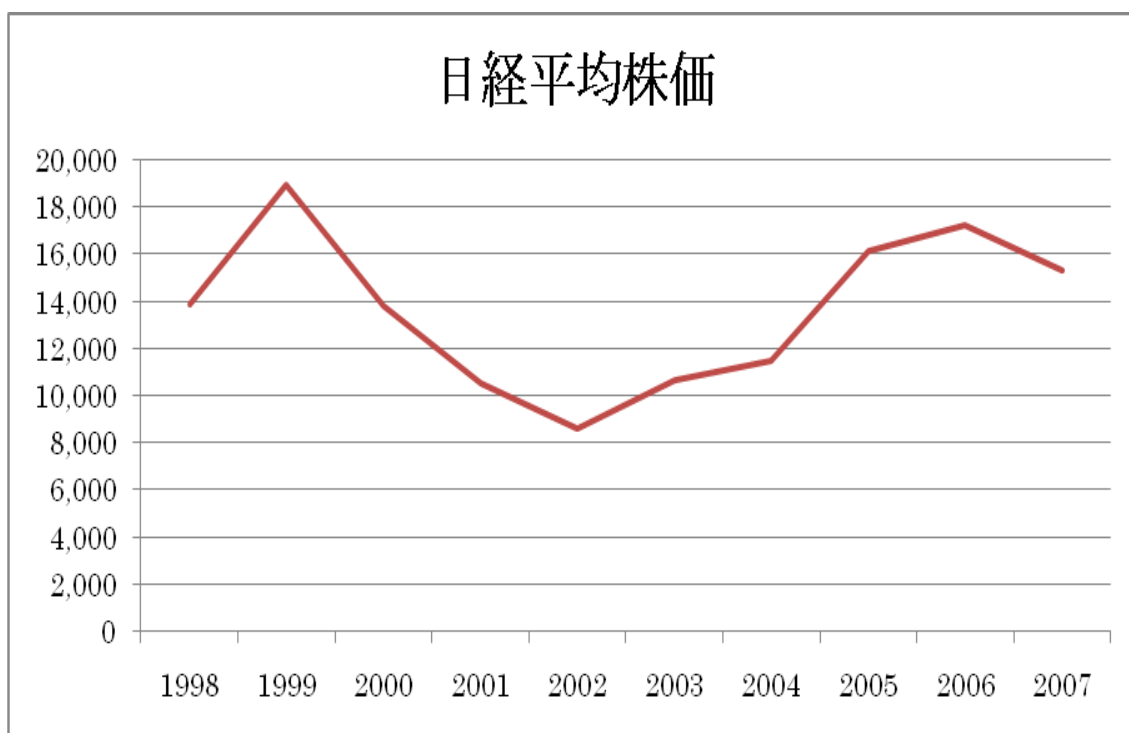
出所)日本銀行 長期時系列データ

5 図表 2-2 日銀当座預金の推移



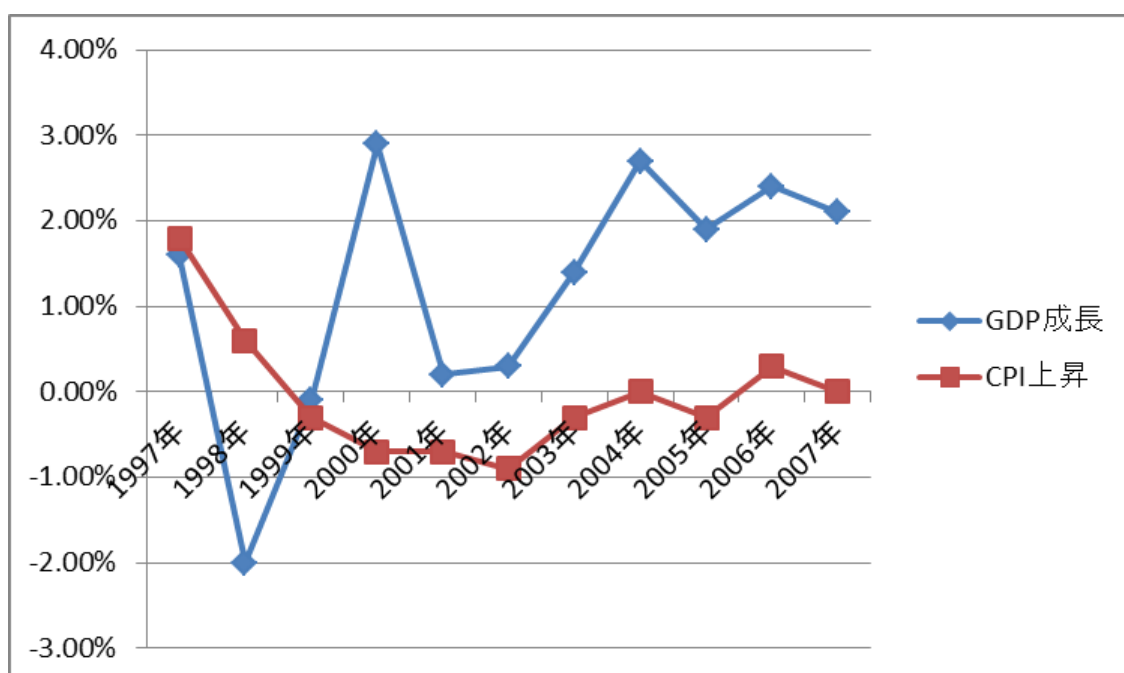
出所)日本銀行 長期時系列データ

図 3-1 日経平均株価の推移



出所)World Economy

5 図表 3-2 実質 GDP 成長率と CPI 上昇率の推移

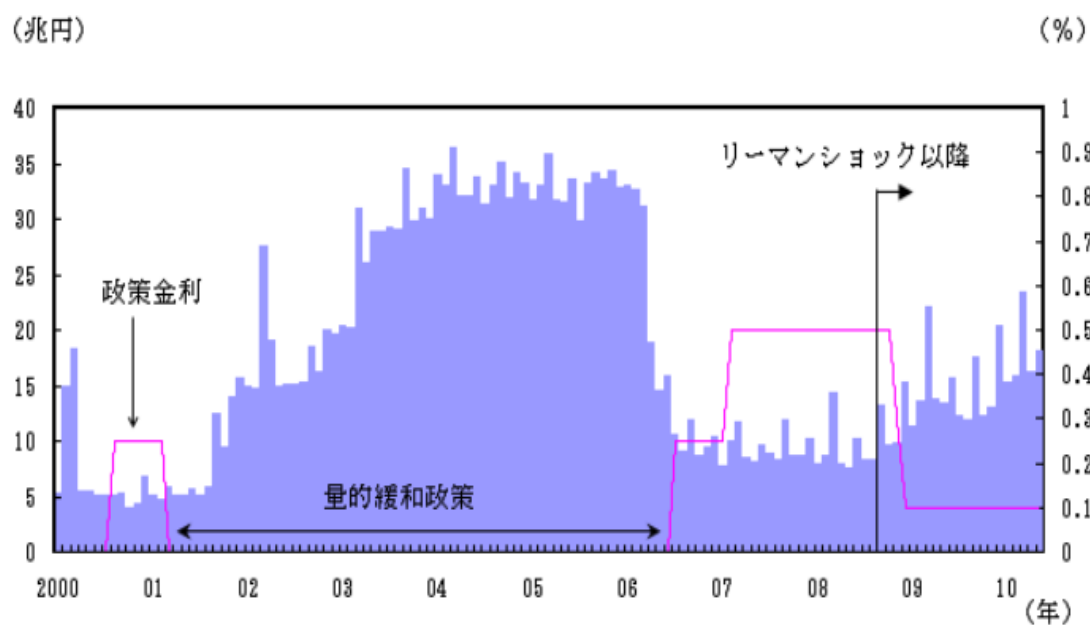


出所) IMF" World Economic Outlook 2011", 総務省統計局

図表 3-3 日銀当座預金残高目標の推移

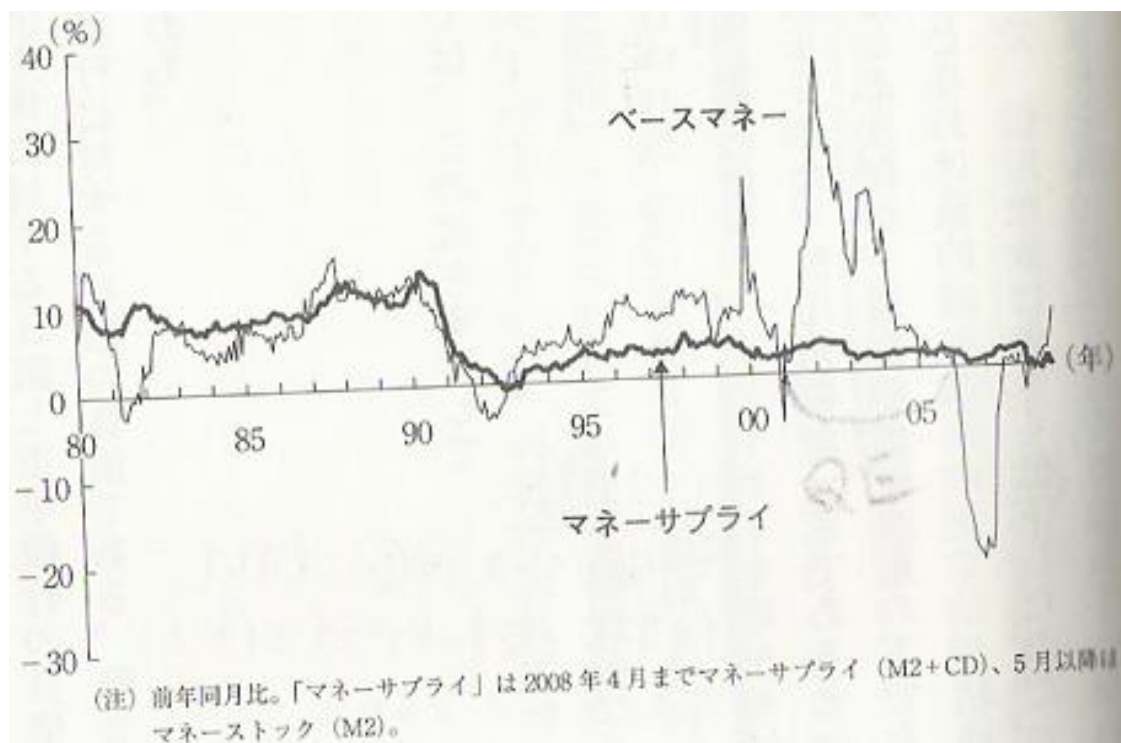
	日銀当座預金残高目標引き上げ内容
2001年3月19日	5兆円程度
2001年8月14日	6兆円程度
2001年9月18日	6兆円を上回る
2001年12月19日	10~15兆円程度
2002年10月30日	15~20兆円程度
2003年3月5日	4月1日以降から17~22兆円程度
2003年4月30日	22~27兆円程度
2003年5月20日	27~30兆円程度
2003年10月10日	27~32兆円程度
2004年1月20日	30~35兆円程度

図表 3-4 日銀当座預金残高の推移



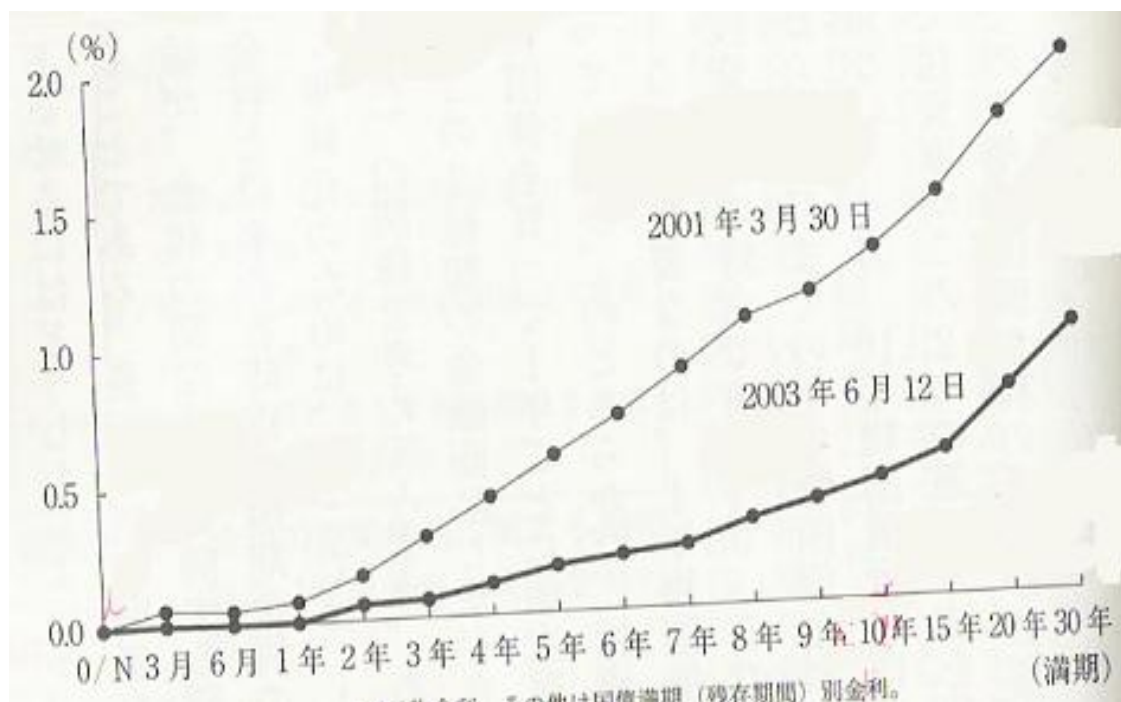
(備考) 1. 日本銀行により作成。
 2. 日本銀行は、2001年3月19日に調整目標を「無担保コールレート」から「日銀当座預金残高」へ変更、残高目標を「5兆円程度」とした。その後、順次目標額を切上げ、2003年5月には「27~30兆円程度」とした。

図表 3-5 マネーストックとベースマネー



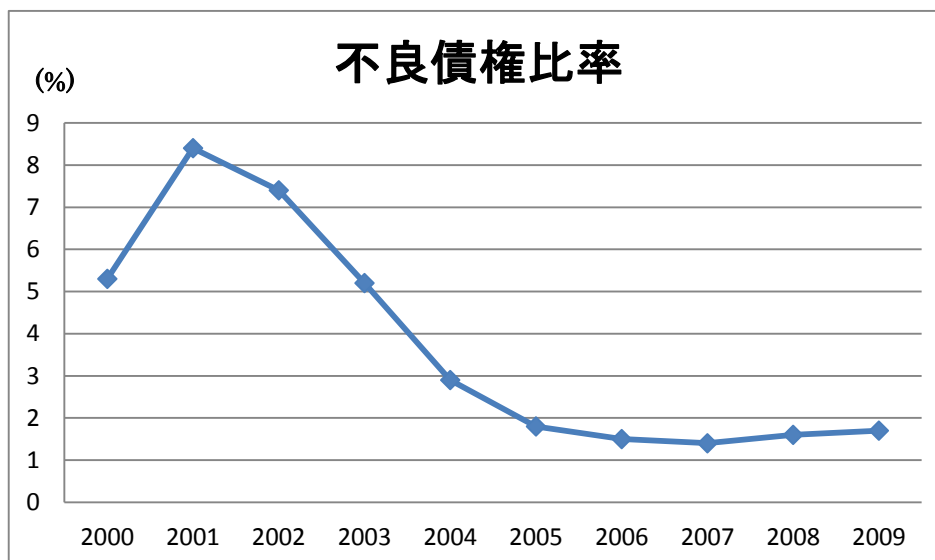
出所)田中隆之「金融危機にどう立ち向かうか」

5 図表 3-6 国債イールドカーブ



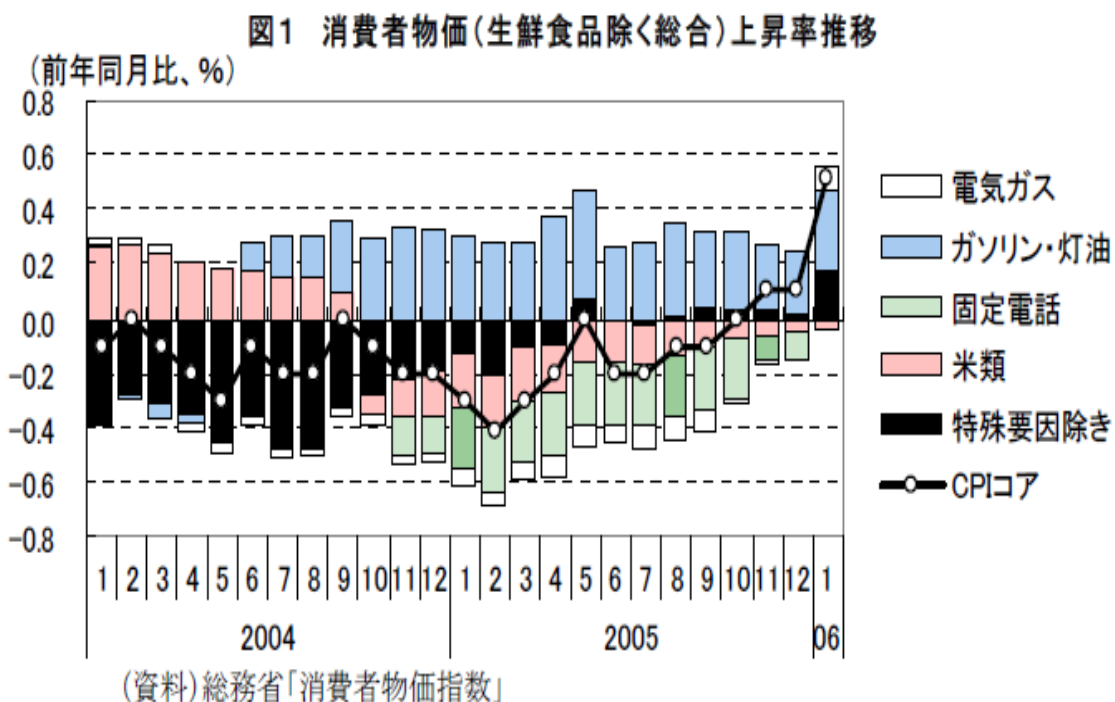
出所) 田中隆之「金融危機にどう立ち向かうか」

図表 3-7 不良債権比率



出所)世界銀行

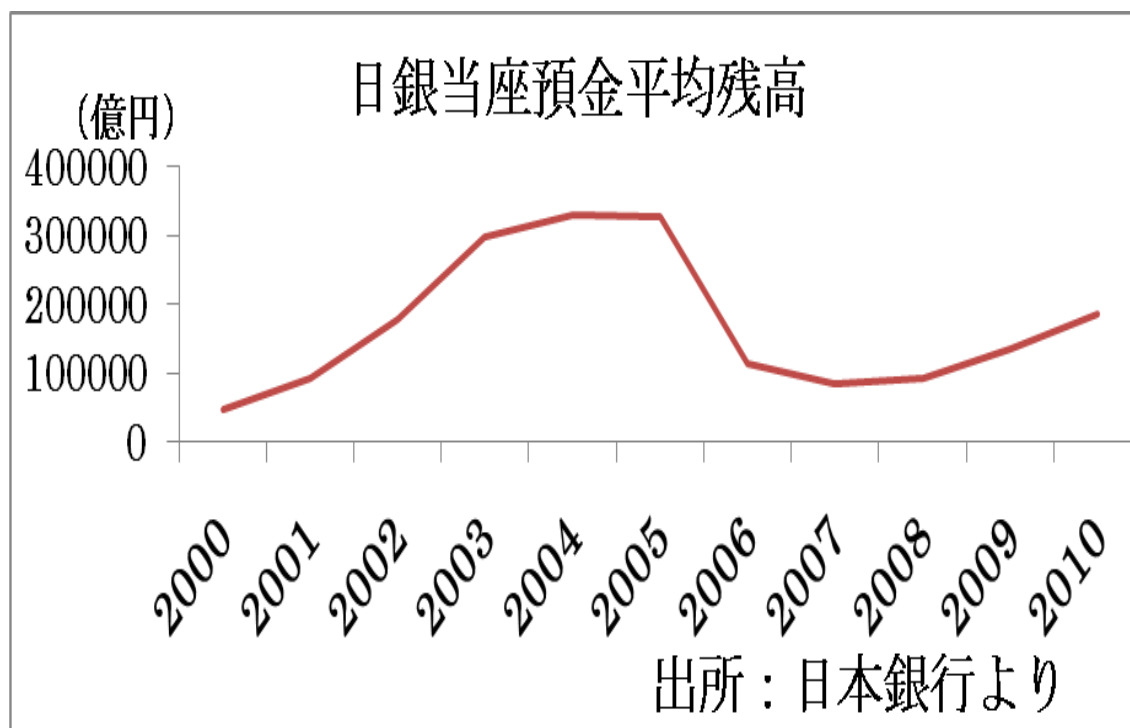
5 図表 3-8 消費者物価上昇率推移



図表 4-1 非伝統的金融政策の定義

非伝統的金融政策の定義	
①	中央銀行の資産サイドに着目し、社債や CP といった民間債権の購入など、中央銀行が従来よりも踏み込んで各種のリスクをとることに主眼を置く政策である。 (= 「信用緩和政策」)
②	中央銀行の負債サイドに着目し、経済に流通する供給量を増やす事に主眼を置く政策である。(= 「量的緩和政策」)

図表 4-2 日銀当座預金平均残高



5

10

図表 4-3 金融政策によるバランスシートの変化の模式図

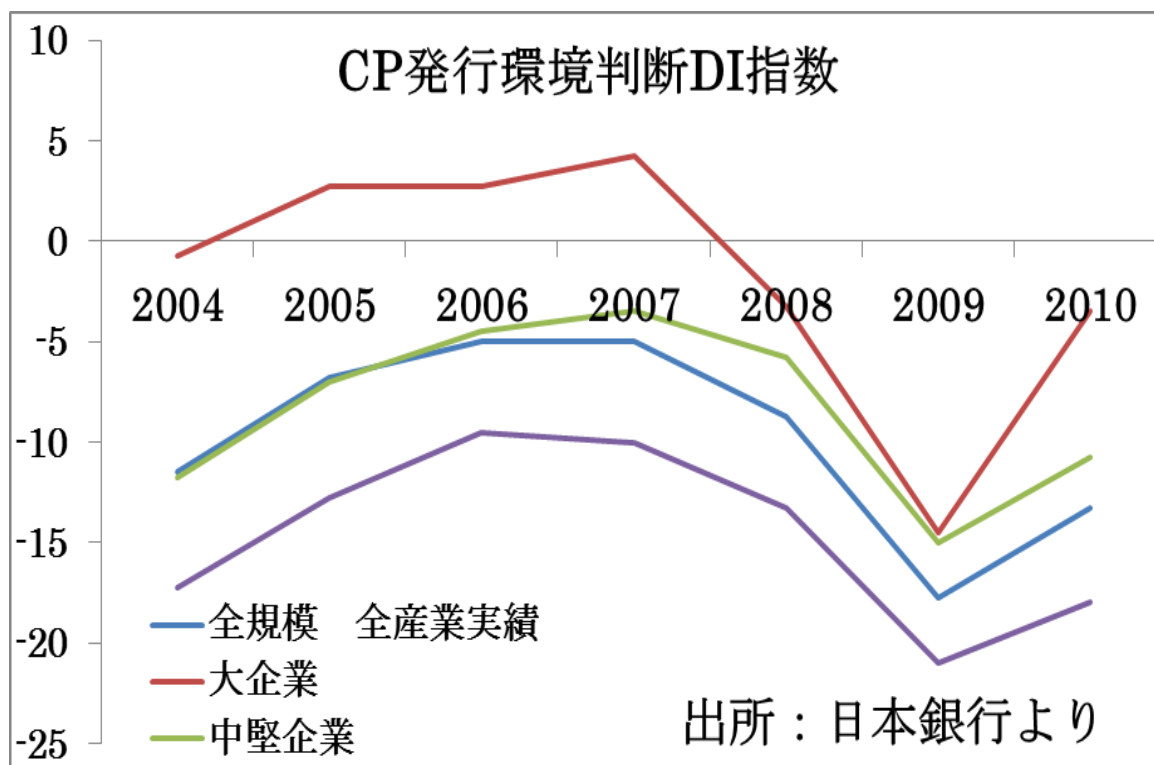
資産サイド		純粋な量的緩和政策		純粋な信用緩和政策		現実の金融政策	
安全資産	準備預金	安全資産	準備預金	リスク資産	準備預金	リスク資産	準備預金
	現金・預金		現金・預金	安全資産	現金・預金	安全資産	現金・預金

5 図表 4-4 包括的金融緩和リスク資産買入れ動向

●社債買取り		
2009年	1月22日	金融政策決定会合で残存期間が1年以内の社債の買い取りを検討。 CP、ABCPを計3兆円上限に買取り。
	2月19日	社債の買入れの条件の決定。 シングルA各相当以上。残存1年以内。 1兆円上限
	3月4日	初の社債買入れの実施。 1500億円の入札予定に対し、499億円の応募、大幅札割れ
	5月11日	日本銀行の社債買入れ、3回連続で大幅な札割れ
	7月15日	社債の買い取り期間を2009年9月末から12月まで延長
	12月7日	社債買取り終了

●CP 買取り		
2008 年	12 月 19 日	金融政策決定会合で CP の買い取り決定。最大 3 兆円
		① 策金利を 0.3%→0.1%に引き下げ
		②期国債の買入れ増額 (1 兆 2000 億円→1 兆 4000 億円) [30 年債、物価連動国債、変動利付国債を対象]
		③CP 買入れ (12 月 16 日)
2009 年	1 月 22 日	CP について、資産担保 CP (ABCP) を含めて、格付け a1 格相当を 3 兆円を上限として買入れることを決定。新たな適格担保として、J-REIT 債 (不動産投資法人債) を追加する事も決定。
	1 月 30 日	初の CP 入札実施。3000 億円の購入の予定に対して、応募は 2.5 倍の 7482 億円、落札は 2185 億円。
	3 月 2 日	CP 買切りオペで応募額が通知額を下回る札割れが初めて発生。
	6 月 5 日	CP 買入れの応募額がゼロ、下限レート下回る発行が大勢
	7 月 15 日	CP 買い取り期間を 09 年 9 月末から 12 月まで延長
	10 月 30 日	日銀の CP 買入れ、4 回連続で応募額はゼロ —日銀は政策決定会合で CP や社債の買入れを年内で停止すると発表—
	12 月 18 日	CP 買入れを終了

図表 4-5 CP 発行環境判断 DI 指数



参考文献・参考 HP

- ・岩田規久男[2009]『金融危機の経済学』 東洋経済新報社
- ・上野孝司[2011]『世界金融危機と信用リスク』 日本評論社
- 5 ・梅田雅信[2011]『日銀の政策形成 「議事録」等に見る、政策判断の動機と整合性』東洋経済新聞社
- ・田中隆之[2005]『現代日本経済 バブルとポスト・バブルの軌跡』日本評論社
- ・田中隆之[2008]『「失われた十五年」と金融政策 日銀は何を行い何を行わなかったのか』日本経済新聞出版社
- 10 ・前多康男[2006]『金融論をつかむ』 有斐閣
- ・湯本雅士[2010]『サブプライム危機後の金融財政政策 伝統的パラダイムの転換』岩波書店
- ・日本銀行[2006]『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ 量的緩和政策の効果：実証サーベイ』
- 15 ・日本銀行[2009]『企業金融の円滑化に向けて CP オペの効果の識別』
- ・日本銀行[2010]『我が国における社債市場の活性化に向けて』
- ・内閣府[2010]『平成 22 年度経済財政白書』
- ・日本銀行ホームページ <http://www.boj.or.jp/>