

## 量的緩和政策の評価とこれからの金融政策

### < 要 旨 >

1. 2001年3月に量的緩和政策が導入されてから4年以上がすでに経過している。量的緩和政策は、円滑な金融システムの確保を図る信用秩序維持政策と、物価の安定と経済の発展を実現するための金融政策という二つの顔を持っている。このうち、信用秩序維持政策としての量的緩和政策は、日銀当座預金残高を拡大させて金融機関の資金繰りを容易にすることによって、金融システム不安の回避に寄与した。また、金融政策としては、量的緩和の結果としてゼロ水準の短期金利が実現したため、時間軸効果による長期金利の低下を伴いながら、資金需要の喚起にある程度の効果を発揮したと考えられる。
2. しかし、量的緩和政策を取り巻く環境は変化しており、金融システム不安が解消してきている。金融機関が抱えていた不良債権の処理が進捗し、先送りが続いていたペイオフの全面解禁もようやく実現している。信用秩序維持政策の面からは、量的緩和政策を続ける意義が薄れてきていると言えよう。
3. 量的緩和政策によって日銀当座預金残高を拡大させても、景気や物価動向にあまり影響しなかったようである。しかし、名目金利をゼロ水準に張り付かせるということは、実質金利を可能な限り低く抑えることを意味する。能動的に金利を低下させる余地は限られていても、物価動向に影響されて実質金利の低下が可能になった。こうして、受動的ながらも金融緩和の効果が高まり、借入需要にもプラスの効果があったと推察される。
4. 量的緩和政策の効果が、日銀当座預金残高の拡大ではなく、ゼロ金利によってもたらされているならば、量的緩和政策の解除や日銀当座預金残高目標の引き下げについて議論することはあまり意味がない。消費者物価の動向にかかわらず、まず量的緩和政策からゼロ金利政策に移行することが重要であろう。このシフトは、金融調節の操作目標の変更（日銀当座預金残高 無担保コールレート）に過ぎないので、金融政策の効果は今までと変わらない。
5. 政策金利の誘導目標は当面ゼロ近辺に設定されることになるが、その後は、消費者物価を含めた複数の物価指標、そこから導かれる実質金利のレベル、さらには借入需要の動向を勘案しながら、金利水準が決定されることになろう。

## はじめに

量的緩和政策の解除をめぐる議論が活発である。もっとも、その内容は、日銀当座預金残高の目標を維持すべきなのか、それとも下振れを容認していずれ目標を下げるべきなのか、あるいは消費者物価指数が安定的に前年比ゼロ%以上の上昇を維持して、量的緩和解除の条件を満たすことができるのかといった技術的な議論が中心である。

量的緩和政策は金融政策としてどのように評価されるべきなのか。あるいは今後の金融政策のあるべき姿についてどう考えたらよいのか。残念ながら、技術的な議論が先行して、こうした本筋の議論が十分なされていないように感じられる。政策的な評価としては、量的緩和は金融システム不安の回避に役立ったが、金融政策としては効果的ではなかったとの評価を耳にする。たしかに、量的緩和が経済活動を刺激してデフレからの脱却を可能にするという考え方は有効に機能しなかったかもしれない。しかし、この政策を金融政策として別の角度から評価することはできないか。

本レポートでは、量的緩和政策の目的を信用秩序維持のための潤沢な資金供給と金融政策としてのゼロ金利政策の二つに分けた上で、金融政策としての効果を、実質金利の推移と金融機関の貸出動向を通して分析する。そして、今後の金融政策の進むべき方向についても考えることにしたい。

### 1. 量的緩和政策とは何か

#### (1) 量的緩和政策が目指したもの

##### 日本銀行の二つの目的

2001年3月に量的緩和政策が導入された時は、さまざまな人がさまざまな政策効果を期待していた。具体的には、

- ・ 日銀が市中に大量のマネーを供給することによって景気が良くなり、デフレからも脱却できるとの期待
- ・ 日銀が量的緩和を続ければ、短期金利のゼロ状態が続くという期待が市場に広がることによって、長期金利が低下して景気が刺激されるとの期待（時間軸効果）
- ・ 日銀が市場に潤沢な資金を供給することにより、安全であるが利息を生まない日銀当座預金が積み上がると、よりリスクがあるがリターンも期待できる有利な運用先を求めて金融機関がポートフォリオ（資産の組合わせ）の再構成を行うため、貸出が増えるとの期待（ポートフォリオ・リバランス効果）
- ・ 量的緩和政策を導入することが、デフレ脱却に対する中央銀行の強い姿勢を示すことになる。市場がそれを好感して株価が上昇し、円安が進んだりすることによって景気が良くなり、デフレも解消するとの期待
- ・ デフレ脱却に対する強い姿勢を日銀が示せば、人々の間に将来のインフレ期待が生じ、購買意欲が増して物価も上昇するとの期待

などである。

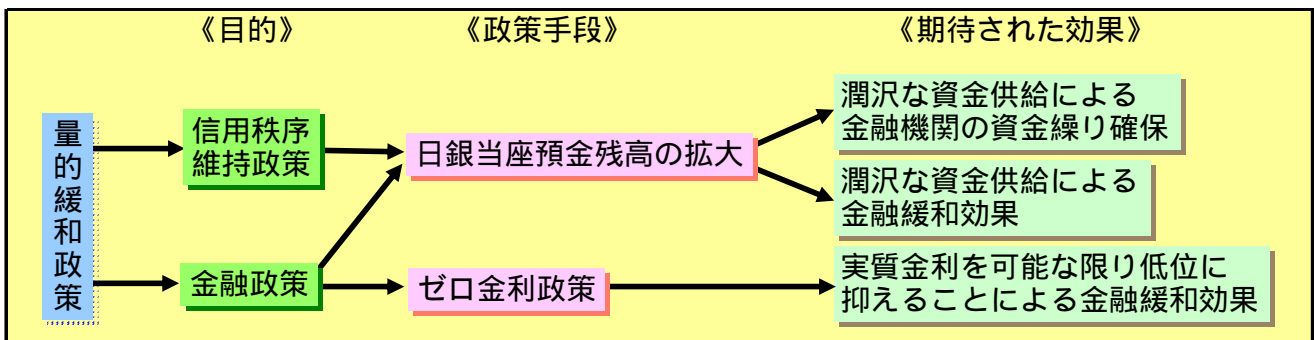
このように、量的緩和政策に対する期待が多様であったため、量的緩和政策は何を目指しているのかといったそもそもの問題についてすら、定まった評価があるわけではない。それでは、日本銀行はどのような目的で量的緩和政策を始めたのか。量的緩和政策を決定した2001年3月19日の金融政策決定会合の声明文によれば、「物価が継続的に下落することを防止し、持続的な経済成長のための基盤を整備する観点から、断固たる決意をもって」量的緩和政策の実施に踏み切ると述べられている。つまり、デフレを防ぎ、それによって経済成長を確かなものにすることが量的緩和政策を導入した目的ということになる。

この量的緩和政策の目的は、日本銀行のそもそもの役割に照らしてどのように位置づけられるであろうか。日本銀行法の第1条では、日本銀行が持つ二つの目的が定められている。まず一つ目の目的として、「銀行券を発行するとともに、通貨及び金融の調節を行うこと」、すなわち金融政策が掲げられている。そして、二つ目の目的として、「金融機関の間で行われる資金決済の円滑の確保を図り、信用秩序の維持に資すること」、すなわち信用秩序維持政策が挙げられている。

二つの目的からみた量的緩和政策

この二つの目的に即して考えるならば、量的緩和政策は、金融政策としては名目金利をゼロ水準まで低下させることによって最大限の緩和効果を引き出そうとする（実質的なゼロ金利政策）と同時に、日銀当座預金残高をターゲットにした潤沢な資金供給によって金融緩和を図ろうとする政策であり、信用秩序維持政策としては、きわめて潤沢な資金供給によって金融機関の資金繰りを安泰なものにしようとした政策であると考えられる（図表1）。そして、先ほども述べたように、量的緩和政策は金融システム不安を回避する信用秩序維持政策としては効果的であったが、景気刺激やデフレ圧力の解消にはあまり役に立たず、金融政策としては効果的でなかったとの評価が少なくない。こうした評価は妥当なものであろうか。

図表 1. 量的緩和政策の目的と効果



## (2)信用秩序維持政策としての量的緩和政策

### 日銀の信用秩序維持政策とは

まず、信用秩序維持政策としての量的緩和政策を評価してみよう。経済を人の体にたとえると、お金の流れは体内を循環する血液のようなものである。血液の循環が滞ると大変なのと同様に、金融機関の資金決済が円滑に進まないと、日本経済は機能不全に陥ってしまう。そこで日本銀行は、金融システムが安定的に機能して、金融機関の間のお金の受払いが円滑に行われるように、日本銀行券や日銀当座預金といった決済手段を提供し、決済システムの運営に責任を持つ。同時に、日本銀行は審査やモニタリングを通して、金融取引の当事者である銀行などの金融機関における経営の健全性や資金繰りに注意を払っている。

こうした対応にもかかわらず、ある金融機関の資金繰りに問題が生じた場合、日本銀行はその金融機関に、一時的に資金を供給する。これを、日銀の「最後の貸し手の機能」と呼ぶが、そのための手段としては、手形や国債を担保とする手形貸し付けという通常のオペレーションの形で行うもの（日銀法 33 条）、金融機関の偶発的、一時的資金不足に対応して無担保で貸し出すもの（同 37 条）、内閣総理大臣および財務大臣が信用秩序維持のために特に必要があると認め、日本銀行に要請したときに、無担保で貸し出すもの（同 38 条）がある。

このほか、2001 年 2 月には、金融市場の円滑な機能の維持と安定性を確保する観点から、補完貸付制度が導入された。これも、上述と同様に、あらかじめ差し入れられている担保価額の範囲内で実行されるものであるが、通常のオペレーションが日銀からオファーされるのに対して、本貸付制度は金融機関からの借り入れ申し込みに応じて、その希望する金額が実行されるものである。

### 信用秩序維持政策としての効果

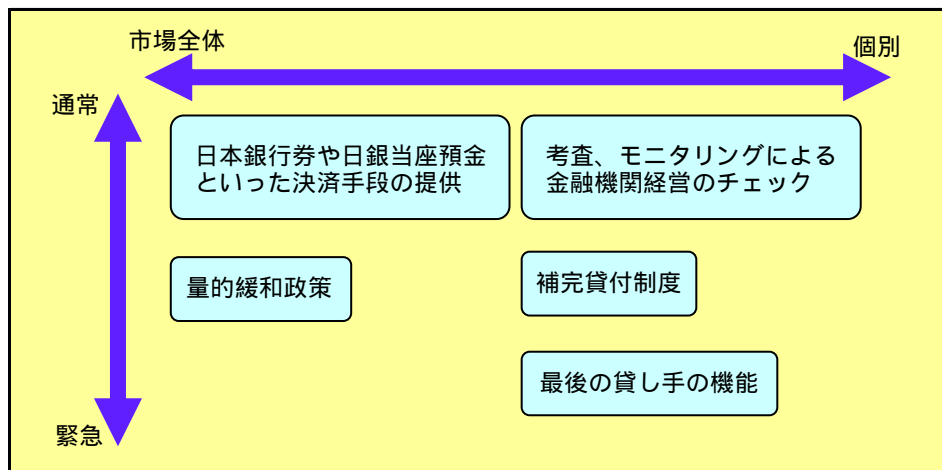
このように、日本銀行は、安定的な決済システムの整備に加えて、金融機関の経営実態や資金繰りの把握を通して、日ごろから信用秩序の維持を図っている。これに対して、最後の貸し手の機能は、文字通り最後の手段である。たとえば、特定の金融機関に資金繰り不安が生じているが、それが金融システム全体の機能不全に広がるのを水際で防ぐ緊急対応である。日銀としてもこの機能はできることなら発動したくないはずである。

量的緩和政策を導入した時（2001 年 3 月）の金融市場の状況は、重病人が少し回復して小康状態を保っているものの、まだ目が離せないというものであった。すなわち、97 年、98 年当時に起こったような大手の金融機関の破綻を伴う混乱は治まっていたが、銀行は多額の不良債権を抱えており、金融機関の経営あるいは金融システムに対する不安は市場にくすぶっているという状況であった。通常の政策だけでは不安が残る、さりとて最後の貸し手の機能は具体的に資金繰りに不安がある金融機関が出てこないとは発動できない。そもそも、この最後の手段を発動しなければいけないようなときに

は金融システム不安の広がりを抑えるのはかなり難しいと考えなければならない。

量的緩和政策は、それと相前後して導入された上述の補完貸付制度と同様に、通常の信用秩序維持政策と最後の貸し手の機能の間を埋める予防的な政策であったと考えられる。金融機関が必要とする資金の合計をはるかに上回る資金を市場に供給することによって、各金融機関は日銀当座預金に余裕資金を潤沢に積み、必要なときにはいつでも資金を手当てできるようになった。

図表 2 . 信用秩序維持のための政策手段



量的緩和政策によって金融機関の財務の健全性が向上することはないが、資金繰りに窮することはなくなる。実際、量的緩和政策を導入した後、大きな金融機関の破綻は生じておらず、金融システム不安は回避されている。量的緩和政策は信用秩序維持政策として効果があったと考えてもよいだろう。もっとも、日銀当座預金残高の目標を 30～35 兆円というレベルに設定していることにはあまり意味がない。目標が 10 兆円であっても、20 兆円であっても、市場が必要とする資金の量を十分上回ってお金が供給されているということが重要である。

しかし、信用秩序維持のために、市場に有り余るお金を供給するということはあくまで特別な状況であり、量的緩和政策をいつまでも続けてよいということではない。大手行を中心に不良債権の処理が進み、2005 年 3 月期の決算では金融再生プログラムで求められていた不良債権比率の半減目標が達成されている。また、たびたび先延ばしされていたペイオフの全面解禁も、利息のつかない決済性預金は全額保護するという修正を加えた上ではあるが、2005 年 4 月から始まっている。不安材料が払拭されたわけではないが、金融システムが機能不全になる恐れが後退しているのであれば、信用秩序維持政策も通常の政策に戻るべきである。信用秩序維持のための量的緩和政策の必要性は薄れていると言えよう。

## 2. 金融政策としての量的緩和政策

### (1) 金融政策の考え方

#### 金融政策が目指すもの

日本銀行が、金融機関を対象にさまざまなオペレーションを通して行う調節が金融政策である。日銀法第2条では、金融政策を行うにあたっての理念として、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」が掲げられている。

ここで言う物価の安定とは通貨価値の安定のことであろう。すなわち、通貨価値が大きく変動して急激なデフレやインフレがもたらされると、国民生活は大きな困難を強いられるというのが、過去の歴史から得られる教訓である。このため、金融政策にとって、通貨価値を安定させて、国民経済の健全な発展に資するということが重要な役割となる。

金融政策は、物価を下げることによって個人消費を刺激することを期待されているわけではなく、逆にデフレをインフレにすることによって、インフレ期待を高めて、消費者の購買意欲を高めることを期待されているわけでもない。物価の安定が重要なのであって、物価の上下による景気刺激効果を期待しているわけではない。現状のようなマイルドなデフレは国民経済の健全な発展を阻害するものなのか。あるいは小幅なインフレは物価の安定状態だが、たとえ緩やかであってもデフレは物価の不安定な状態を示すのか。そこが明確にならないと、デフレ脱却というスローガンが金融政策の本来の理念に合っているとは言えないであろう。

日銀法第2条に掲げられた金融政策の理念を拡大解釈するならば、「物価の安定を図りながら、国民経済の健全な発展を図る」ということになりそうである。つまり、物価の安定と経済成長を両立させるように金融政策は運営されるべきと言えるのではないか。

#### 金融政策のメカニズム

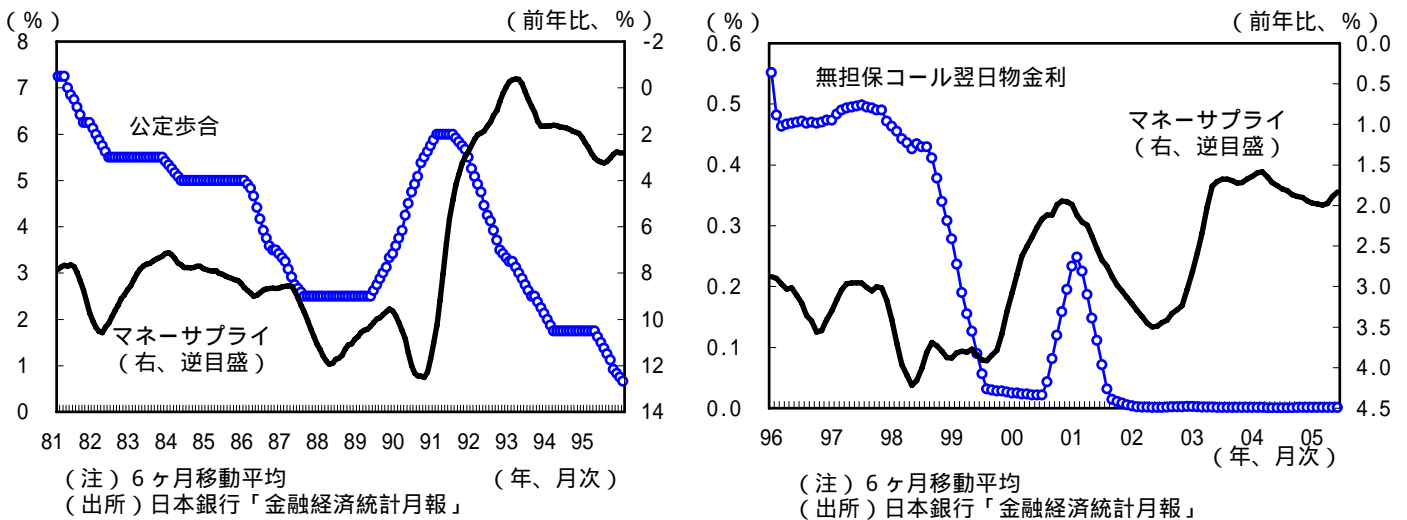
金融政策が物価の安定と経済成長という二つの目標を達成するメカニズムは以下のようなものである。まず、経済成長率が高まって景気が過熱し、インフレ率が高まってきた状態を考えてみよう。この場合、中央銀行は金利を上げることによって（金融引き締め）、景気の過熱を抑えようとする。金利が上昇して、資金調達コストが高まれば、設備投資や住宅投資のためにお金を借りようという人が減ってくる。資金需要を抑制することによって、経済成長率が低くなり、物価も安定してくる。

逆に景気が悪くなったときには、中央銀行は金利を下げることによって（金融緩和）、景気を刺激しようとする。金利が低下して資金調達コストが低下すれば、投資のためにお金を借りようという人が増えてくる。資金需要が高まってくるにつれて、成長率も高まってくる。景気が過熱してくればインフレ懸念が出てくるが、物価が安定しているうちは、金利を下げて景気をさらに刺激することが可能である。

しかし、金利が限りなくゼロに近づいてくると、もう金利を下げる余地がなくなり、

これまでと同じやり方では金融緩和ができなくなる。そこで考え出されたのが量的緩和政策である。金利を引き下げて資金需要が拡大すれば、貸出の増加 預金の増加という信用創造メカニズムが働き、マネーサプライも増えてくる。つまり、金利とマネーサプライはコインの裏表ということになる(図表3)。そこで金利を下げられなくても、マネーサプライを増やすことができれば、金融緩和効果が出て景気は刺激されるはずだという考え方が出てくる。これが量的緩和政策である。

図表3 . マネーサプライと金利



## (2) 金融政策としての効果

### 日銀当座預金残高拡大による効果

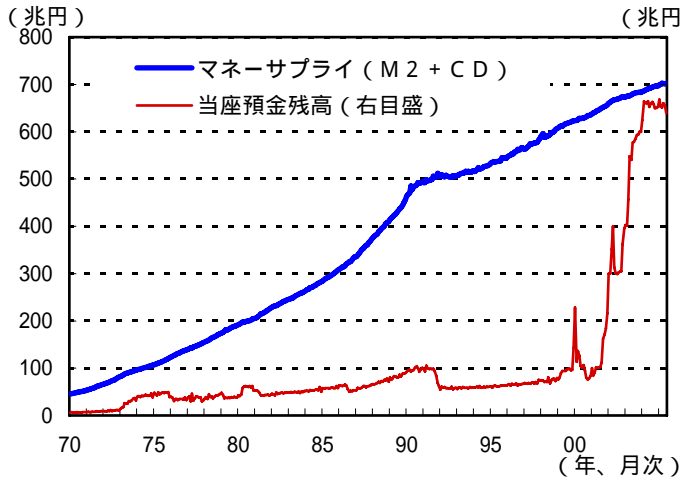
量的緩和政策は、本来ならばマネーサプライ(たとえばM2+C D)を金融調節の操作目標にすべきだが、2001年3月に導入された量的緩和政策はマネーサプライでなく、日銀当座預金残高を操作目標にしている。日銀がオペレーションを通じて直接的に調整できるのは日銀当座預金残高であり、マネーサプライを日々コントロールしていくことはまず不可能だからであろう<sup>1</sup>。

現行の量的緩和政策においては、日銀当座預金残高を積み上げることがマネタリーベース(日本銀行当座預金+現金)を拡大させてマネーサプライを増やすのではないかと期待されていた。なぜなら、利息がつかない日銀当座預金にお金を積んでおくぐらいならば、銀行は利息が取れる貸出にお金を回すので、結果としてマネーサプライも増えてくるはずだと考えられたからである。しかし、実際には日銀当座預金を積み

<sup>1</sup> 量的緩和政策の導入を決定した時に日銀が発表した「新しい金融調節方式Q & A」では、「マネタリーベースを操作目標としないのはなぜですか」という想定質問に対して、「マネタリーベースは、... 9割を占める現金の発行量は家計や企業のニーズで決まってくるもので、日本銀行が短期的にコントロールすることは困難です」と回答している。マネタリーベースの操作が難しいのであれば、マネーサプライの操作はさらに困難なはずである。

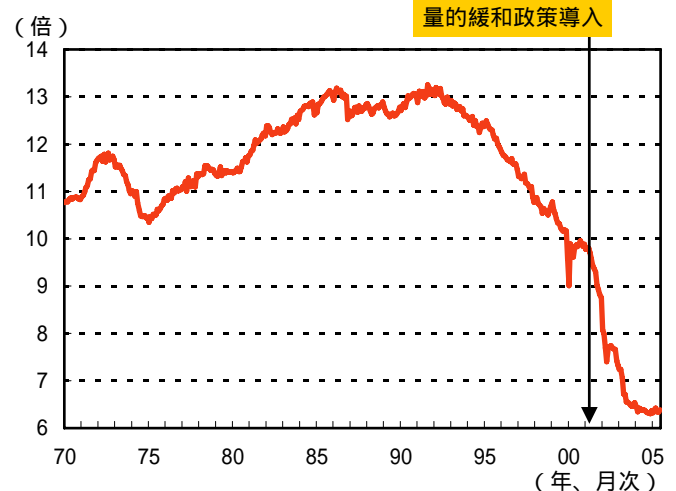
上げても、マネーサプライの伸び率はほとんど変わらず、信用乗数（マネーサプライ ÷ マネタリーベース）は一段と低下することとなった（図表4、5）。

図表4 . 日銀当座預金残高とマネーサプライ



(出所) 日本銀行「金融経済統計月報」

図表5 . 信用乗数



(注1) 信用乗数 = (M2 + CD) ÷ マネタリーベース  
 (注2) 季節調整値、準備率調整済み  
 (出所) 日本銀行「金融経済統計月報」

日銀当座預金には三つの役割がある。一つは日銀と金融機関、あるいは金融機関同士の決済手段である。二つ目は、金融機関が個人や企業に支払う現金通貨の支払準備である。三つ目は預金残高に応じて積み上げることが義務付けられている法定準備預金である。この三つの役割のために必要とされる水準以上に日銀当座預金を積み上げたからといって、貸出が増えるわけではない。貸出の増加はあくまで借入需要があるかどうか重要である。金利が低下すれば、借入需要が増えるかもしれないが、日銀当座預金の残高が増えても借入需要を増やすことはない。

量的緩和政策によって日銀当座預金残高を増やすことは可能であり、マネタリーベースの伸びにも影響を及ぼすことはできる。しかし、資金需要の裏づけがなければ、マネタリーベースが増えても信用創造メカニズムは働かず、信用乗数が一段と低下してしまうのである<sup>2</sup>。

量的緩和政策のおかげで、金融機関の破綻を回避し、金融システム不安の広がりを防ぐことができたため、日本経済がデフレスパイラルに陥るのを阻止できたと評価することは可能であろう。ただ、これは、すでに述べた信用秩序維持政策としての量的緩和政策の功績であっても、金融政策として景気刺激効果があったということにはならないだろう。

<sup>2</sup> 量的緩和政策の導入が、信用乗数を一段と低下させたという仮説については、今月の問題点「量的緩和の効果と最近のマネー動向（2002年7月25日）」を参照のこと



## ゼロ金利政策がもたらす効果

量的緩和政策による日銀当座預金残高の拡大は、金融政策としては効果を持たなかったようである。しかし、それをもって量的緩和政策の効果がなかったとは言い切れない。政策金利であった無担保コールレート（翌日物）はすでに誘導目標ではなくなったが、結果として短期金利はゼロ水準で安定した。そして、短期金利のゼロ金利状態が続くとの観測が続いたため、長期金利も低水準で推移した。量的緩和の結果としてのゼロ金利政策は、金融政策として何らかの効果があつたのではないか<sup>3</sup>。

名目金利をゼロ水準に張り付かせるということは、実質金利を可能な限り低く抑えることを意味する。長期も短期も名目金利はもはや下げ余地はほとんどないので、金融政策によって能動的に金利を低下させることはできないが、物価動向に影響されて実質金利は変動しており、受動的ながらも金融緩和の効果が高まった可能性がある。

## 3. ゼロ金利政策による金融緩和効果の検証

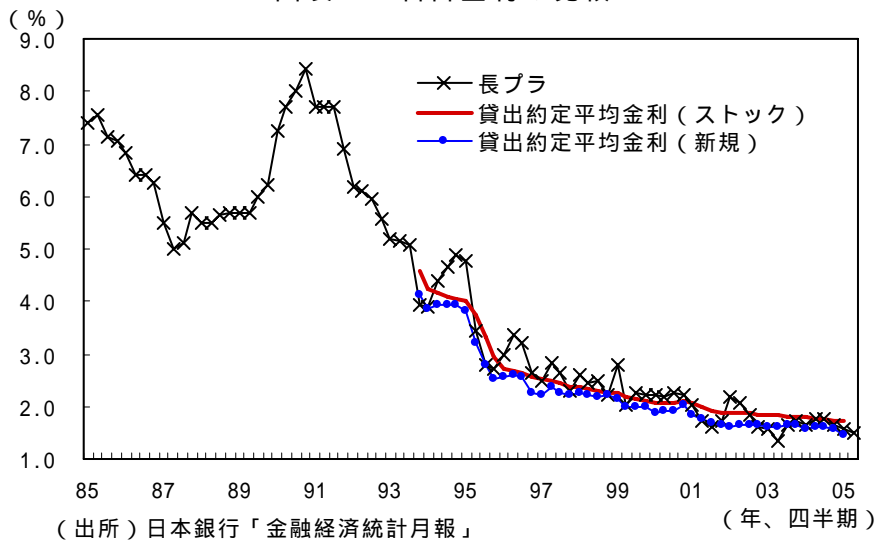
### (1) 実質金利の変動

名目金利と物価指標として何を用いるかによって、さまざまな実質金利が計算できる。実際、設備資金や運転資金を借り入れている法人と住宅ローンを借り入れている個人では、借り入れのための名目金利は異なる。また、同じ法人であってもそれぞれの業務の中で直面する物価は業種や業務の内容によって異なる。製造業の販売価格は日本銀行が発表している企業物価指数の動きに近いであろう。これに対して、非製造業が提供するサービスの販売価格は個人向けサービスであれば総務省が発表している消費者物価指数と、また企業向けサービスであれば日本銀行が発表している企業向けサービス価格指数と似たような動きをするだろう。

本レポートでは、名目金利として長期プライムレートを用いることにした。最近では長期プライムレートを基準に借り入れする企業はあまりなく、日本銀行が発表している貸出約定平均金利の方が実際の金利水準を反映している。しかし、長期プライムレートの方が過去にさかのぼってデータが存在していること、また貸出約定平均金利と長期プライムレートの動きにはほとんど差がないことを考慮して、長期プライムレートを用いることとした（図表6）。

<sup>3</sup> 量的緩和政策導入時に日本銀行が発表した「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」によると、日銀当座預金残高を増額する結果、無担保コールレートは通常はゼロ%近辺で推移するものと日銀は予想していた。もっとも、同時に発表した「新しい金融調節方式Q&A」においては、ゼロ金利政策にもどったということですか」という想定質問に対して、「... 資金需給が逼迫する際には（コールレートが）ある程度上昇したり、信用リスクの差が金利に反映される余地も広がります。いわば市場メカニズムをできるだけ損なわないように配慮しつつ、「ゼロ金利政策」の有する金融緩和効果を実現することを狙った政策です」と回答している。しかし、実際には量的緩和政策によって市場が必要とする量を大きく上回る資金が供給されることによって、市場メカニズムが働く余地はなくなり、短期金利はゼロ水準に張り付いたままとなった。

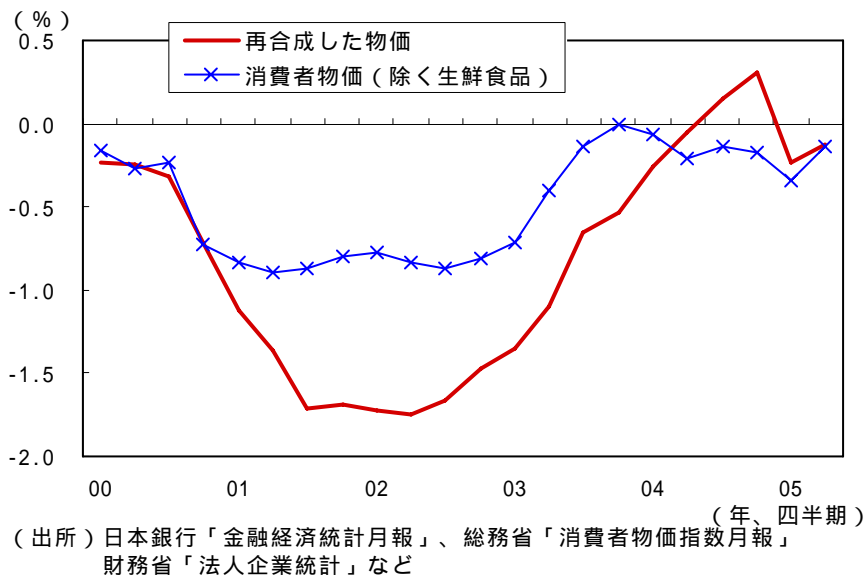
図表6 . 名目金利の比較



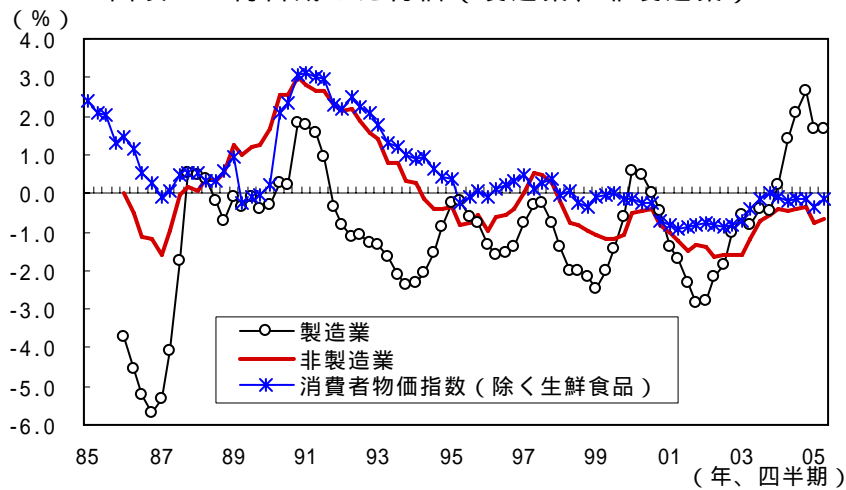
次に、実質金利を計算するための物価を業種別に積み上げて合成した。具体的には、各業種の販売価格の動きを最も反映していると思われる物価指標（巻末の図表参照）を選び、それを貸出残高の業種別構成比に合わせて加重平均した。

こうして再合成した物価の動きを、量的緩和解除の基準となっている消費者物価指数（除く生鮮食品）と比べてみると、おおむね似たような動きをしているものの、それぞれの物価変動の幅や方向性に相違する点も見られる（図表7）。また、製造業と非製造業に分けて物価を合成してみると、特に製造業における合成物価と消費者物価との相違が大きく、2004年以降は消費者物価が小幅な低下を続ける一方で、製造業にとっての物価は前年比上昇している（図表8）。

図表7 . 再合成した物価と消費者物価の比較



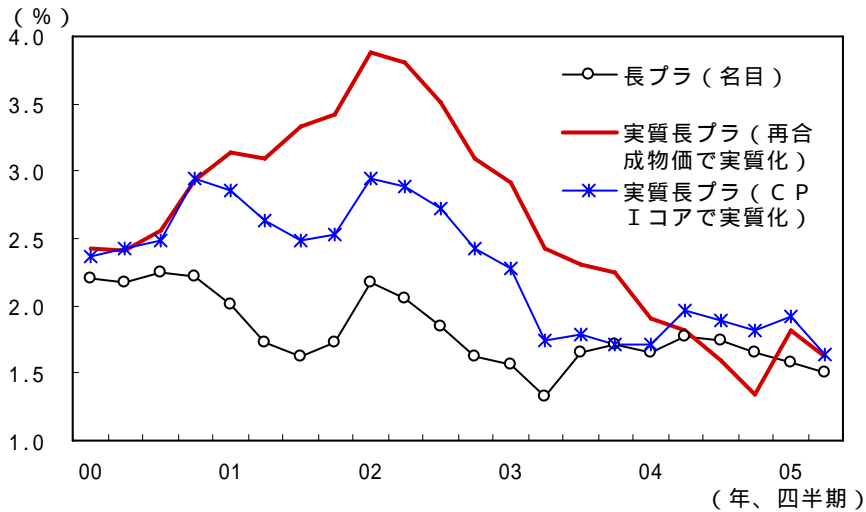
図表 8 . 再合成した物価（製造業、非製造業）



(注) 消費税引き上げの影響は引き上げ率で割り引くことで調整、本図表以降でも同様の調整を行った  
 (出所) 日本銀行「金融経済統計月報」、総務省「消費者物価指数月報」、財務省「法人企業統計」など

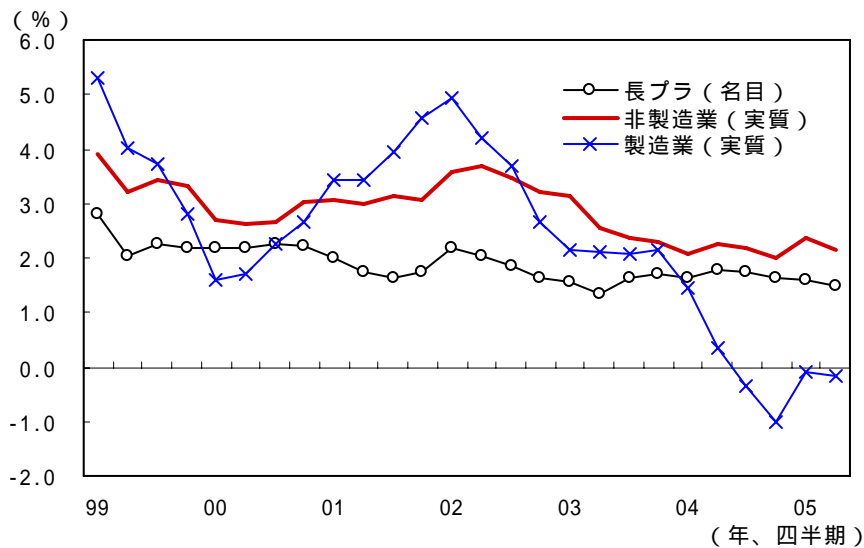
再合成した物価を用いて長期プライムレートを実質化してみた結果が図表 9 である。名目金利があまり変動していなくても、実質金利は変動していることがわかる。比較の対象として消費者物価で実質化した金利をみると、製造業においては合成した物価で実質化した金利がより大きく変動しており、足元ではマイナス金利となっていることがわかる（図表 10）。

図表 9 . 実質金利と名目金利



(出所) 日本銀行「金融経済統計月報」、総務省「消費者物価指数月報」、財務省「法人企業統計」など

図表 10. 再合成物価で実質化した金利（製造業、非製造業別）



（出所）日本銀行「金融経済統計月報」、総務省「消費者物価指数月報」、財務省「法人企業統計」など

## (2) 実質金利の変動が貸し出しに与える影響

名目金利に下げ余地がなくなり、金融政策による景気の刺激が難しくなっているのは確かである。しかし、能動的に金融政策が動く余地はほとんどないとしても、すでに見たとおり実質金利でみれば、金利水準はかなり変動している。

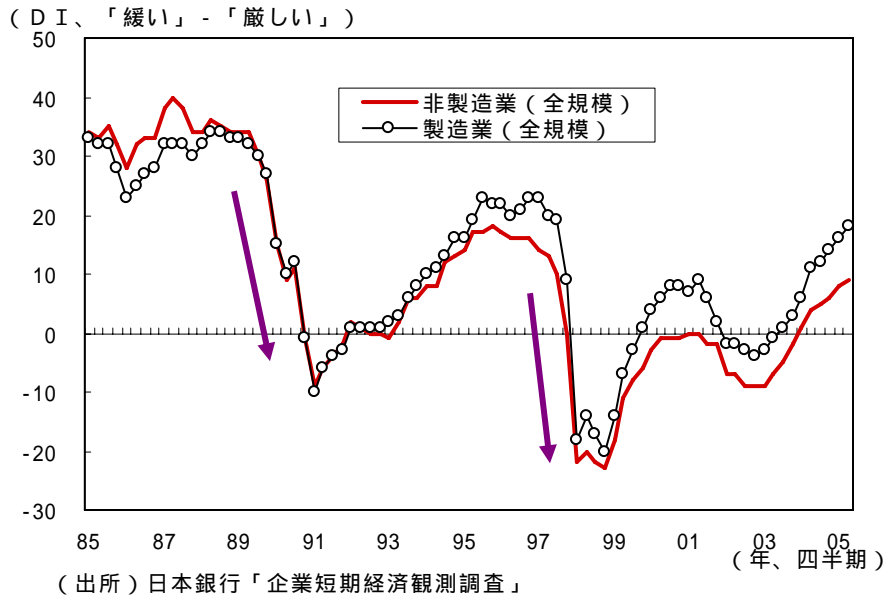
実質金利が低下しても、資金需要が低迷しているので企業の借り入れは増えないと言われている。たしかに、銀行貸出は前年比減少が続いており、企業の借り入れが大きく拡大することはないかもしれない。しかし、実質金利の変動は企業の借り入れ動向に何らかの影響を与えていると考えるのが自然であろう。ここでは、貸出の中でも実質金利の変動の影響を受けやすいと考えられる設備投資資金の貸出動向に焦点を当てて分析してみた<sup>4</sup>。

実質の借入金利が低下すれば、企業はお金が前よりも借りやすくなったと感じるはずである。日銀短観の中の貸出態度判断DIは、金融機関の貸出態度が「緩い」と感じる企業の割合から「厳しい」と感じる企業の割合を引いた値である。この数字がプラスであれば金融機関の貸出態度が緩く、お金が借りやすいと感じている企業の方が多いことになる。

貸出態度判断DIは、通常は実質金利の変動に影響されると考えられるが、何らかの要因によって貸出金額という量の面の逼迫が高まったときには、急速に低下する(図表 11)。たとえば、地価の急騰に対応して、不動産業への貸出を規制する融資総量規制が導入された90年や、大手の金融機関が破綻し金融システムに対する不安が高まって金融機関が貸出に慎重になった98年には貸出態度判断DIが急速に悪化している。

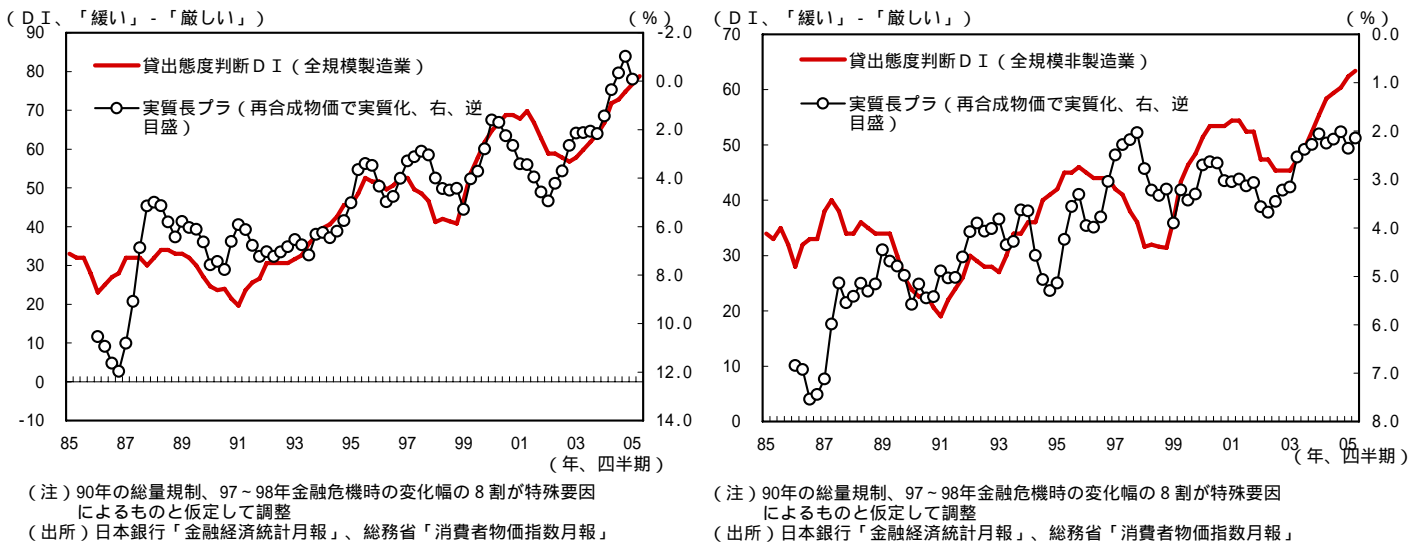
<sup>4</sup> 銀行の貸出は、その資金用途によって設備資金向けと運転資金向けに分けられる。このうち運転資金向けの貸出は、企業のリストラの動きの影響を特に強く受けて減少基調が続いているため、実質金利変動の影響が表に現れにくいと推測される。

図表 11. 貸出態度判断D I (製造業、非製造業)



貸出態度判断D Iからこの二つの時期の変動分を除いて、実質金利の変動と比較してみたのが図表 12 である。これを見ると、製造業、非製造業ともに実質金利が低下したときには貸出態度判断D Iが上昇し、金利が上昇したときにはD Iが低下するという関係が読み取れる。また、2001年3月に量的緩和政策が導入されて以降の貸出態度判断D Iの上昇も、実質金利の低下によって説明できそうである。

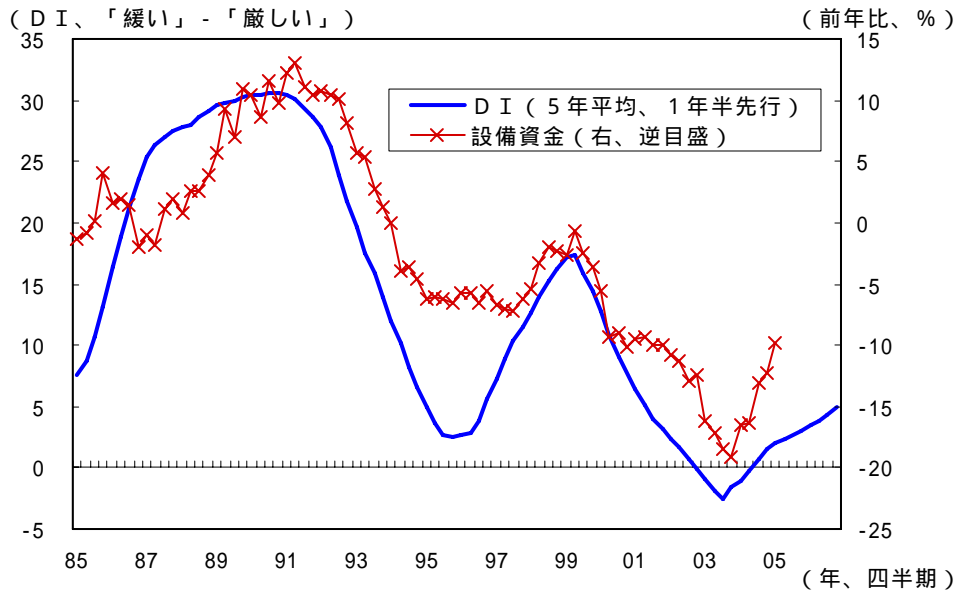
図表 12. 実質金利と特殊要因調整後の貸出態度判断D I (製造業、非製造業)



それでは、お金が借りやすくなったと企業が感じたときに、実際に借り入れは増えるのであろうか。貸出態度判断D Iの5年移動平均をとって、それと企業の借り入れ

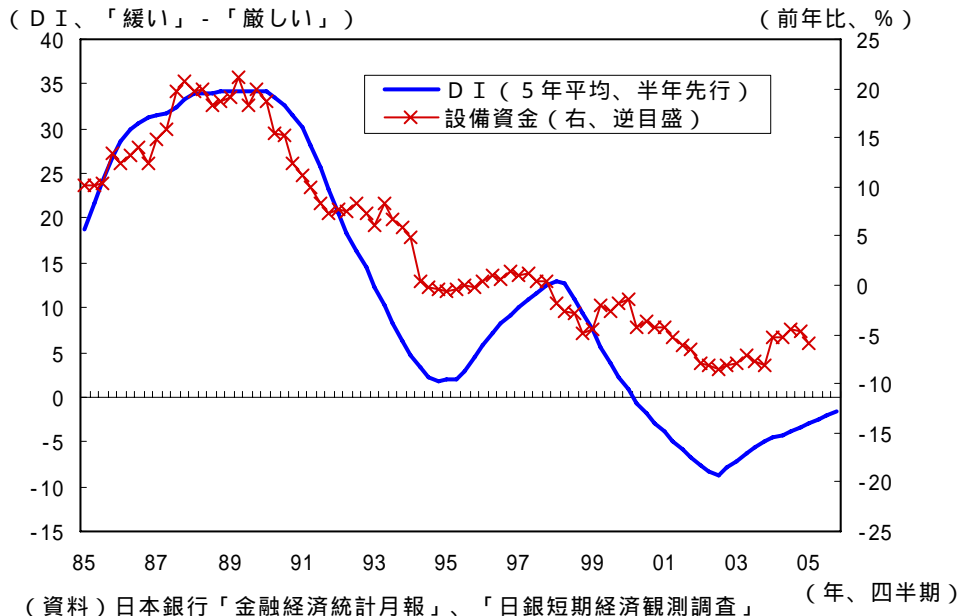
金額（設備資金）の前年比の動きを比較してみた<sup>5</sup>。すると、製造業、非製造業ともに貸出態度判断の変化が若干の時間差をもって借入残高に影響していると読みとれる（図表 13、14）。実質金利の変化は、企業の借入意欲を高めることによって資金需要に影響してくると考えられる。

図表 13. 貸出態度判断 D I と借入残高（設備資金）の推移（製造業）



(資料) 日本銀行「金融経済統計月報」、「日銀短期経済観測調査」

図表 14. 貸出態度判断 D I と借入残高（設備資金）の推移（非製造業）



(資料) 日本銀行「金融経済統計月報」、「日銀短期経済観測調査」

<sup>5</sup> 5年移動平均を取ったのは、平均的な借入期間が5年程度であるので、過去5年間の貸出態度判断が企業の借入残高に影響していると考えたからである。また、金融機関の貸出態度の変化から実際に借り入れ行動を起こすまでに多少の時間差があると考えたので、貸出態度判断 D I を借入金額の推移にやや先行させて図表に示した。

## 4. これからの金融政策

### (1) 量的緩和政策の評価

量的緩和政策を導入してからすでに4年以上が経過しているわけだが、ここまでの分析に基づくと、量的緩和政策の評価は以下のようなものとなる。

まず、信用秩序維持政策としての量的緩和政策は、通常信用秩序維持施策（日本銀行券や日銀当座預金といった決済手段の提供、及び考査やモニタリングによる金融機関経営のチェック）と、個別の金融機関に資金繰りの問題が生じた時の危機対応のための最後の貸し手としての政策手段との中間に位置する予防的な政策である。大手行も含めて金融機関が多額の不良債権を抱える中、量的緩和政策による市場への潤沢な資金供給は、金融システム不安の回避に効果があったと言える。

また、金融政策としての量的緩和政策は、日銀当座預金残高の拡大による直接的な金融緩和効果は見出しにくいものの、量的緩和の結果としてのゼロ水準の短期金利は、その時間軸効果による長期金利の低下も合わせて、企業や個人が直面する実質的な借入金利を最大限に低下させて、資金需要の喚起にある程度の効果を発揮したと考えられる。

### (2) これからの金融政策の方向

信用秩序維持政策と金融政策の両面で効果を発揮してきた量的緩和政策であるが、消費者物価が安定的にゼロ%以上の伸びを実現しなければ、このまま続けていくことが適当なのか。量的緩和政策を取り巻く環境の変化を考えると、必ずしもそうとは言えなくなっている。

#### 量的緩和政策を取り巻く環境の変化

まず、量的緩和政策の必要性が後退してきている。金融機関が抱えていた不良債権の処理が進展し、今年の3月には不良債権比率の半減目標が達成されている。4月には、これまで先送りされてきたペイオフの全面解禁も実現しており、信用秩序維持政策の面からは量的緩和政策による潤沢な資金供給を続ける意義が薄れてきた。

また、金融政策としての量的緩和政策の効果は、繰り返しになるが、日銀当座預金残高の拡大による効果というよりも、量的緩和の結果として実現したゼロ金利状態が緩和効果を持ったと考えられる。言い換えれば、ゼロ金利状態が維持されるのであれば、日銀当座預金残高が減少しても、金融緩和効果に違いは生じない。量的緩和政策は、金融政策としてはゼロ金利政策と同義と考えられる。

#### 金融政策において見るべき指標

消費者物価が安定的にゼロ%以上となるまで量的緩和政策を続けるという約束は、デフレを断固阻止するという日銀の姿勢を示すものとされているが、もう少し実際的な意味を考えてみると、物価が下落しているうちは、実質金利が押し上げられてしま

うので、量的緩和を継続して、名目金利をできるだけ低い水準に抑えておこうというメッセージと考えることができる。

しかし、消費者物価を政策判断の基準とすることは必ずしも妥当なことではない。お金を借りる企業が直面している物価は消費者物価だけではないので、実質金利を計算するときは消費者物価以外の物価動向も見ておかないといけない。つまり、物価指標としては消費者物価だけではなく、企業物価指数も、企業向けサービス価格指数も重要であり、本レポートで試算したような合成物価指数にも注意を払う必要がある。さらに、それらの物価が実質金利にどのように影響しているかということも重要になってくる。

また、物価や実質金利の推移に加えて、その結果としての金融緩和効果、すなわち企業にとってのお金が調達しやすくなっているかということも重要なポイントになる。その意味で、日銀短観の貸出態度判断DIの動向は参考になる。

金融政策を遂行するにあたっては、ある決まった経済指標だけを見ておけば十分ということはない。実体経済の指標はもとより、さまざまな物価、実質金利、そして資金(借入)需要といった指標を総合的に判断して、機動的に政策対応しておく必要がある。消費者物価のみを基準にして、しかも金融政策の機動性を縛るような硬直的な条件を設定していることは問題であろう。

### 量的緩和政策の解除をめぐる議論

これからの金融政策を考えると、現行の量的緩和政策を続けるのか否かという点がまず議論になっている。まず、量的緩和政策を継続すべきであり、日銀当座預金残高目標も変えるべきではないという意見がある。景気は踊り場を完全には脱却しておらず、消費者物価は小幅ながら下落基調を続けており、政策変更する理由はないという主張である。

一方これに対して、景気は踊り場を脱却してきており、量的緩和政策を続ける意義は減じているため、少なくとも日銀当座預金残高の目標は引き下げるべきでないかという意見もある。実際、日銀の金融政策決定会合では反対多数で否決されているものの目標引き下げの議案も出されている。年末にかけては、消費者物価が前年比ゼロ%を超えてくるという観測もあり、その場合量的緩和の解除あるいは目標残高引き下げの議論は強まってくるかもしれない。

しかし、これら二つの主張はまったく正反対のようであるが、どちらも消費者物価の動向を判断基準にして金融政策の方向を決定しており、現行の量的緩和政策の枠組みを崩していない。



### (3) ゼロ金利政策への復帰

すでに述べたような量的緩和政策を取り巻く環境の変化を踏まえると、金融政策の枠組みはもっと大きく変えることが必要である。信用秩序維持政策の面からは量的緩和を続ける必要性が薄れており、金融調節の操作目標を日銀当座預金残高から、従来の無担保コールレート（翌日物）に戻して、ゼロ金利政策へ復帰することを検討すべきであろう。

量的緩和政策を解除しても、ゼロ金利政策を続けることによって、金融政策としては同じ効果が維持されることになる。このとき、日銀当座預金残高を無理に引き下げる必要はない。ゼロ金利政策を続けるためには、ある程度の潤沢な資金供給が必要だからである。

参考．業種別に見た関係の深い物価指標

業種	使用した物価指標	
<b>製造業</b>		
食料品	企業物価指数	加工食品
繊維	企業物価指数	繊維製品
衣服・その他繊維	企業物価指数	繊維製品
木材・木製品	企業物価指数	製材・木製品
紙パ	企業物価指数	パルプ・紙・同製品
印刷	企業物価指数	印刷・出版
化学	企業物価指数	化学製品とプラスチック製品の加重平均
石油・石炭	企業物価指数	石油・石炭製品
窯業土石	企業物価指数	窯業・土石製品
鉄鋼	企業物価指数	鉄鋼
非鉄金属	企業物価指数	非鉄金属
金属製品	企業物価指数	金属製品
一般機械	企業物価指数	一般機器
電気機械	企業物価指数	電気機器
情報通信機械	電気機械に合算	
輸送用機器	企業物価指数	輸送用機器
精密機械	企業物価指数	精密機器
その他	企業物価指数	その他工業製品
<b>非製造業</b>		
農林水産	企業物価指数	農林水産物
鉱業	企業物価指数	鉱産物
建設	建設工事費デフレーター	総合
電気	消費者物価指数	電気代
	企業向サービス価格指数	電力・都市ガス・水道
ガス・水道	消費者物価指数	ガス・上下水道の加重平均
情報通信業	消費者物価指数	通信費
	企業向サービス価格指数	通信・放送と情報サービスの加重平均
運輸	消費者物価指数	交通
	企業向サービス価格指数	運輸
卸業	企業物価指数	最終財
小売業	消費者物価指数	財合計
不動産	消費者物価指数	民間家賃
	企業向サービス価格指数	不動産
飲食店	消費者物価指数	外食
宿泊	消費者物価指数	教養娯楽サービスのうち宿泊
サービス	消費者物価指数	サービス(財・サービス別)
	企業向サービス価格指数	運輸・不動産・情報通信・金融などを除く加重平均

(注1) 電気、情報通信業、運輸、不動産、サービスは産業連関表を使って企業向けと家計向けとで加重平均

(注2) 業種分類は法人企業統計による

調査部(東京) 鈴木 明彦

小林 真一郎

(お問合せ先) UFJ総合研究所

e-mail : akihiko.suzuki@ufji.co.jp、skoba@ufji.co.jp

本レポートに掲載された意見・予測等は資料作成時点での判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。