

# 国内外経済の動向

## 日本銀行の金融政策の変遷と今後の展望

### 【ポイント】

- バブル崩壊後、日本銀行（日銀）は孤独な先駆者として様々な非伝統的緩和策を推進してきたが、金融政策の目的である物価の安定を達成できたとはいえない。
- 大規模な緩和政策の継続は、財政ファイナンスの懸念を高め、金融・為替市場に影響を与えるなど、多岐にわたり問題が生じている。
- 物価安定の目標を持続的・安定的に達成するため、植田総裁は、経済・物価動向の判断を踏まえ、時間をかけて金融正常化を進めるだろう。

2023年4月、第32代日本銀行総裁に経済学者として初めて植田和男氏が就任し、過去25年間に実施してきた金融緩和策の効果と副作用を多角的に検証することを発表した。足元でインフレ圧力が継続する中、日銀は難しい舵取りを迫られている。本稿では、バブル崩壊後の金融政策を振り返った後、現状の緩和政策を取り巻く問題や課題を再考し、今後の金融政策を展望したい。

### 1. 日本銀行法（新日銀法）の改正点

日銀は、1882年に制定された日本銀行条例に基づき、同年10月に業務を開始した。その後、同条例は1942年に戦時立法として制定された日本銀行法（旧日銀法）を経て、1997年に現行の日本銀行法（新日銀法）に全面改正された。

新日銀法の主な改正内容（図表1）は、①中央銀行としての日銀の独立性が法制度として明確になり、業務運営について自主性が付与されたこと（第3条）、②金融政策の目的として「物価の安定」（第2条）と「金融システムの安定」（第1条第2項）の2つが定められたこと、③政府と日銀との関係が明示化されたこと（第4条）が挙げられる。これらの改正は、日銀の金融政策を考える際に重要なポイントとなる。

図表1. 日本銀行法（一部抜粋）

#### （目的）

第一条 日本銀行は、我が国の中央銀行として、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を目的とする。

2 日本銀行は、前項に規定するもののほか、銀行その他の金融機関の間で行われる資金決済の円滑の確保を図り、もって信用秩序の維持に資することを目的とする。

#### （通貨及び金融の調節の理念）

第二条 日本銀行は、通貨及び金融の調節を行うに当たっては、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をもち、その理念とする。

#### （日本銀行の自主性の尊重及び透明性の確保）

第三条 日本銀行の通貨及び金融の調節における自主性は、尊重されなければならない。

#### （政府との関係）

第四条 日本銀行は、その行う通貨及び金融の調節が経済政策の一環をなすものであることを踏まえ、それが政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるよう、常に政府と連絡を密にし、十分な意思疎通を図らなければならない。

※下線は、筆者による。

### 2. 日銀の金融政策の変遷

1990年代以降の金融政策を便宜的に5つに区分した（図表2）。当時の景気・物価情勢や金融市場動向とあわせて振り返りたい。

#### ① 「伝統的金融政策」

伝統的金融政策とは、預金準備率や公定歩合、無担保コール翌日物（ゼロ%超）の誘導目標などの変更により、金融緩和や引締めを実施することである。規制金利時代には、預金金利や借入金利などと連動していた「公定歩合」、1994年に金利自由化が完了した後は「無担保コール翌日物」を操作対象としていた。日銀は、公開市場操作により、インターバンク市場で金融機関との国債等売買による資金の供給や吸収を行い、金融市場調節を行っていた。

1990年にバブル景気が崩壊し、株価や地価などの資産価格の急激な下落により、景気後退とデフレが進行した。このため、三重野総裁、松下総裁は積極的な金融緩和を行い、公定歩合は1991年の当初6.0%から1995年には0.50%まで引き下げられた。続く速水総裁は、1998年に無担保コール翌日物の誘導目標を0.25%に引き下げた。

② 「ゼロ金利政策」の導入

バブル崩壊後の失われた10年の間、1997年には三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券、1998年には日本長期信用銀行と日本債券信用銀行が破綻した。同時期に海外では、アジア通貨危機とロシア危機が発生する。不良債権問題が深刻化する中、1999年、政府は大手銀行に対して大規模な公的資金注入を実施する。このような状況下、金融システムの安定を図るため、速水総裁は1999年2月、世界で初めて無担保コール翌日物をゼロ%とする「ゼロ金利政策」を導入し、非伝統的な金融緩和政策を開始する。さらに、同年4月には、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として「フォワードガイダンス(時間軸政策)」を採用し、その後、強化されていくことになる。

日銀は当初、ゼロ金利政策を緊急避難的な措置であると考えていたことから、景気回復の兆候が見られた2000年8月、政府の反対を押し切ってゼロ金利政策を解除した。この時、解除に反対した1人は植田審議委員(現総裁)である。その後、米国でITバブルが崩壊すると、日銀は、更なる非伝統的な金融政策の領域に進んでいく。

③ 「量的緩和政策」の導入

2000年に米国ITバブルが崩壊したことに加えて、国内では緊縮財政政策や規制緩和などの経済政策によりデフレが激しくなっていく。ゼロ金利政策による景気や物価の浮上効果が限定的となる中、2001年3月、速水総裁は、更なる緩和手段として世界で初めて「量的緩和政策」を導入し、操作目標を金利(無担保コール翌日物)から量(日銀当座預金残高)に移行する。なお、量的緩和政策とは、公開市場操作で日銀が金融機関から長期国債などを買入れ、日銀当座預金残高を目標額まで増加させることにより、銀行に融資の積極化などを促し、経済の活性化を図ることを目指す政策である。日銀当座預金残高の操作目標は、2001年当初の4兆円から2004年には30~35兆円まで拡大されていく。

その後、日本経済が回復する中、2006年3月、福井総裁は量的緩和政策の解除およびゼロ金利政策からの移行を決定し、同年7月には無担保コール翌日物をゼロ%から0.25%、翌2007年2月には0.50%へ引き上げ、金融正常化を試みる。しかし、米国でリーマン・ショックが発生すると、再び、日銀は更に踏み込んだ非伝統的な金融政策を実施せざるを得なくなる。

④ 「包括的な金融緩和政策」の導入

2008年9月のリーマン・ショックによる世界同時株安を受けて、2009年3月に日経平均株価はバブル崩壊後の安値となる7,054円98銭まで下落し、為替市場では2011年10月に円相場が1ドル75円32銭と過去最高値を更新する。消費者物価指数(総合)は前年比で▲2.5%まで下落し、デフレは深刻化する。

2010年10月、白川総裁は、デフレからの脱却を目指して包括的な金融緩和政策を導入した。政策の主な柱は、事実上のゼロ金利政策の採用と資産買入基金の創設(2013年4月廃

図表2. 金融政策の変遷

主要な金融政策	日銀総裁	主な出来事
① 伝統的金融政策	三重野 康 (日銀、89.12~94.12) 松下 康雄 (大蔵省、94.12~98.3)	(90)バブル景気崩壊 (95)阪神淡路大震災 (97)アジア通貨危機、山一証券等破綻
② ゼロ金利政策(99.2) ・フォワードガイダンス	速水 優 (日銀、98.3~03.3)	(98)新日銀法施行 (98)ロシア危機、長銀・日債銀破綻 (00)米ITバブル崩壊 (01)米同時多発テロ
③ 量的緩和政策(01.3)	福井 俊彦 (日銀、03.3~08.3)	
④ 包括的な金融緩和政策 (10.10) ・資産買入基金創設 ・政府・日銀の共同声明	白川 方明 (日銀、08.4~13.3)	(08)米リーマン・ショック (09)日経平均、最安値7054円98銭 (10)欧州サブリン危機 (11)東日本大震災 (11)円、対ドル最高値75円32銭
⑤ 異次元緩和政策(13.4) ・量的・質的金融緩和 ・マイナス金利 ・長短金利操作	黒田 東彦 (財務省、13.3~23.4) 植田 和男 (経済学者、23.4~)	(20)新型コロナウイルス感染拡大 (22)ウクライナ戦争

(資料)富国生命作成  
(備考)日銀総裁( )内は、出身および在任期間

止)である。後者では、金利の低下や資産価格の上昇を促すため、国債、CP、社債、上場投資信託(ETF)、不動産投資信託(J-REIT)などのリスク資産を買入れ、最終的に買入額は100兆円規模に拡大された。また、2012年には物価上昇率で当面1%を目指す「中長期的な物価安定の目途」を導入し、さらに2013年1月、政府と日銀はデフレからの脱却と持続的な経済成長の実現のため、2%の物価安定目標を含む「共同声明(アコード)」を公表し、次の黒田総裁のもとで目標達成のため強力な金融緩和を推進していくことになる。

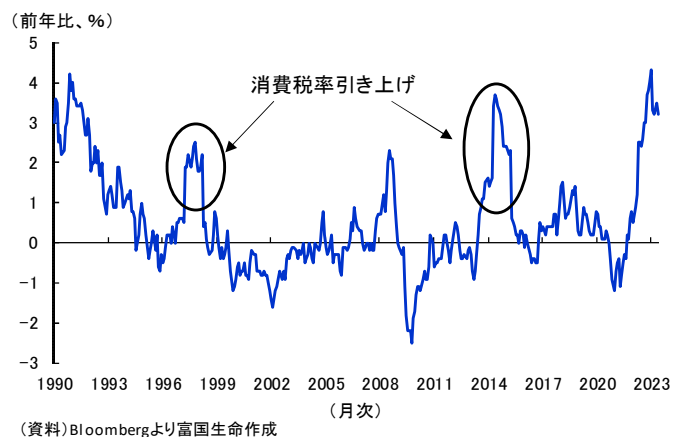
⑤ 「異次元緩和政策」へ突入

第2次安倍政権がデフレ脱却に向けてアベノミクスを始動させると、黒田総裁は、大規模な金融緩和に3回踏み切る。1回目は、就任直後の2013年4月に「量的・質的金融緩和」を導入し、2%の物価目標の2年程度での実現や、マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額の2年で2倍への拡大、国債の平均残存期間を2倍に延長などの「質」的な緩和も合わせて決定した。2回目は、2016年1月に「マイナス金利付き量的・質的緩和」を導入し(日銀審議委員9人中、4人が反対)、ゼロ%が限界と考えられていた常識を覆し、日銀当座預金の一部に▲0.1%のマイナス金利の適用を決定した。3回目は、2016年9月に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入し、イールドカーブ・コントロール(以下YCC、日銀が短期金利・長期金利の誘導目標をそれぞれ▲0.1%、ゼロ%程度と定め、その水準となるよう国債の買入れを行う政策)と、オーバーシュート型コミットメント(コアCPI(生鮮食品を除く消費者物価指数)の前年比上昇率が安定的に2%を超えるまでマネタリーベースの拡大方針を継続する)の導入を決定した。

その後、新型コロナウイルス感染拡大やウクライナ戦争などを受けた資源・エネルギーや食料価格の上昇に伴いインフレ圧力が高まる中、市場機能の改善を図るため、2022年12月にYCCの長期金利許容変動幅を±0.25%から±0.50%に拡大させ、2023年7月にはYCC運用の柔軟化を実施したが、類を見ない異次元緩和は継続されている。

以上が過去30年間の金融政策の変遷である。バブル崩壊や世界的な金融・経済危機に伴う景気後退やデフレを阻止するため、日銀は孤独な先駆者として様々な金融緩和策を実施してきた。しかし、図表3の消費者物価指数の推移からは、金融政策の目的のひとつである安定的な物価上昇(新日銀法第2条)を達成できたとは言い難い。足元では、物価目標の2%を上回って推移する中、金融緩和の効果や限界、副作用に注目が集まっている。

図表3. 消費者物価指数(総合)



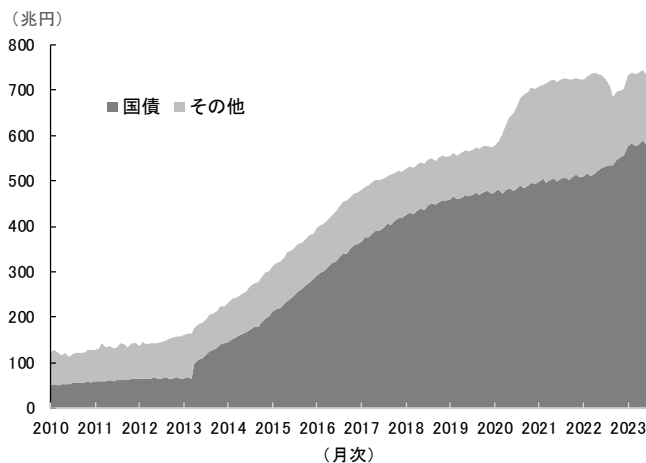
3. 現状の金融政策を巡る問題

現状の緩和政策を巡る問題には、どのようなものがあるだろうか。第1に、財政規律の低下が挙げられる。日銀が市場から大量の国債を買入れ、金利を低位に抑制しているため、政府が国債発行を拡大させても、国債の利払い費は抑制できている。現在、日本の政府債務残高の対GDP比は約260%まで上昇し、G7諸国の中でも突出して高いことから(イタリア140%台、米国120%台)、緩和政策による低金利が財政規律の緩みに繋がっている可能性がある。日銀は、2001年の量的緩和政策の導入時に、日銀が保有する国債残高は市場に出回る銀行券以下に抑制するという「銀行券ルール」を設定したが、2013年4月の「量的・質的金融緩和」導入時に撤廃している。同政策による長期国債の買入れについて、日銀は、直接国債を引き受けていないことから、財政法5条で禁止されている国債引受けには当たらないと説明している。但し、日銀のバランスシートが約730兆円まで拡大する中、保有する国債残

高は約 580 兆円まで拡大し（図表 4）、市中の国債発行残高の約 53%を保有していることから、実質的な財政ファイナンスと批判されても仕方がない。

第 2 に、金融・為替市場への影響が挙げられる。債券市場において本来、長期金利は市場で形成されるものであるが、日銀による国債の大規模な購入により、低位で抑制されているうえ、イールドカーブの形状の歪みや流動性の低下が顕著となった。特に YCC については、2022 年 12 月と 2023 年 7 月に修正を実施したものの、大規模な国債買入れの継続とともに、買入れ額の増額や指値オペ（日銀が指定した利回りで国債を買入れる）などの実施により、依然として国債市場の価格発見機能は完全には回復していない。また、為替市場では、内外金利差の拡大が急激な円安を招いている可能性が高く、輸入物価の上昇を通じたインフレの高まりや生活コストの上昇などのマイナス面に配慮が必要となっている。

図表 4. 日本銀行のバランスシート（資産）



第 3 に、政府と日銀の関係である。金融政策は政府の経済政策の基本方針と整合的なものになるよう求められているが（新日銀法第 4 条）、アベノミクス政策の 3 本の矢（大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略）の中では、過度に金融政策に依存している状況にあった。政府による構造改革と成長戦略の欠如や、日銀による歴史的な緩和政策は、非効率な企業の延命や生産性の停滞、潜在成長率の低迷をもたらしているという批判がある。

今後、金融正常化が進む過程において長期金利が大きく上昇する場合には、巨額な政府債務残高のもとでの国債利払費の増加や、保有する国債価格の下落に伴う日銀の債務超過リスク、また通貨の信認低下による円の下落などを引き起こす可能性がある。緩和政策に伴う問題は、複雑に絡み合いながら多岐にわたっている。

#### 4. 金融政策の展望

植田総裁は、当初、金融正常化を早急に進めるとの見方があったが、物価目標の達成を確実にするため、大規模な緩和策を継続する方針を表明している。海外の景気・金融政策や賃金動向などの先行きの不確実性が大きく、拙速な金融引締めにより、物価目標の達成を逸するリスクを警戒している。しかし、金融・経済環境が正常化する中、異次元の緩和政策を継続することには違和感がある。また意図的な金融引締めの遅れは、将来のインフレ圧力を高め、急速な金融引締めに転換するリスクを伴うと思われる。

それでは今後、どのような金融政策の修正が見込まれるだろうか。現実的には、YCC の再修正または撤廃、マイナス金利の脱却、利上げの順番で段階的に金融正常化を進める可能性が高い。特に価格発見機能を低下させている YCC については、2023 年度内に撤廃されると見込んでいる。2024 年度には、賃上げを伴う持続的・安定的な 2% の物価目標達成が視野に入る段階で、マイナス金利から脱却し、時間軸効果を含むゼロ金利政策への移行を模索すると予想する。その後、中長期的に（植田総裁の当初任期 5 年期間中）、实体经济の動向も踏まえつつ、利上げを実施していくことになるだろう。

日銀が異次元の緩和政策を修正する時期は近づいている。但し、今後の金融正常化の道りは長く、ハードルは高い。植田総裁には、市場と円滑なコミュニケーションを取りつつ、柔軟かつ透明性のある金融政策の運営を期待したい。

（有価証券部 大泉 洋栄）