

ゼロ金利政策下の金融政策

～ マネーサプライは増加するか？ ～

経済産業調査部門 主任研究員 樋 浩一
研究員 矢嶋 康次

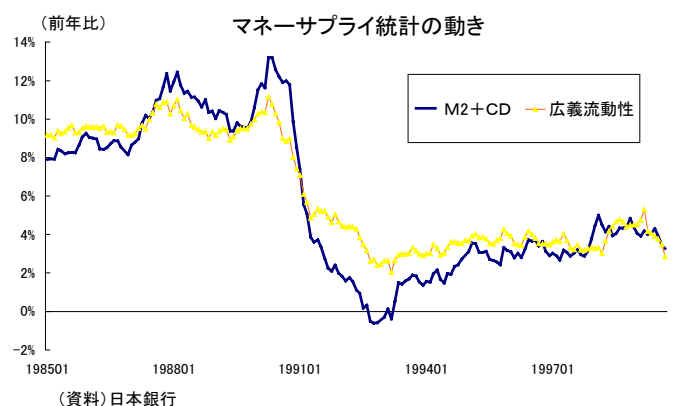
1. 経済低迷を長期化させる物価下落

バブル崩壊後の日本経済が長期にわたって不振を続けている原因として、様々な要因が指摘されてきた。金融機関の経営不安が金融システムの不安定性や機能不全を招いたことや、バブル期の過剰投資が企業部門の過大債務や過剰設備となって経営の負担となっていること、バブル期の大量採用が人件費の増大となって企業の固定費負担を重くしていることなどが指摘される。こうした要因の中で、バブル崩壊後の日本経済では、かつてのインフレとはうってかわってむしろ物価が下落基調となったことが問題の解決を一層難しくしている。物価の下落は土地や株価などの資産価格の下落に拍車をかけることになり、企業のバランスシート調整や金融機関の不良債権問題の処理をさらに難しくしている。

長期的にみればマネーサプライ（世の中のお金の量）とGDPや物価など経済変数には関係がある。1990代に入って、バブルを収束させるために日銀がマネーサプライの伸びを大きく低下させたことが、物価の下落基調や経済の不振の原因となっているという見方がある。景気回復には物価下落を食い止めることが必要であり、そのために日銀はマネーサプライを増加させるべきであると

の主張が活発になった。確かに1990年代に入ってマネーサプライの伸びはそれまでの水準から大きく低下している。マネーサプライの伸びが10%を超えた1980年代後半のバブル期は明らかに伸び率が高すぎたので低下の必要があったと言える。しかし、日本経済の潜在的な成長力である実質経済成長率2～3%、物価が2%程度上昇する経済を考えると、マネーサプライの伸びは現状よりもっと高くなくてはならない。

図表-1



2. 金利が量か

日銀の政策手段には、公定歩合の変更、預金に課せられる準備率の変更、さらには各種短期市場におけるオペレーションなどがある。かつては公定歩合の変更が金融政策の中心的な役割を果たしてきたが、95年頃以降は短期市場

におけるオペレーションによって無担保コールレートの「金利」を操作することが金融政策の中心となっている。このような日銀の「金利」を目標とした運営に対して、学者を中心として「ベースマネーやマネーサプライなどの量を操作目標にすべき」という議論が以前からあった。

しかし通常の金融市場では金利と量は表裏一体の関係にあると考えられる。短期金融市場では不安定ながら右下がりの資金需要曲線があり、公定歩合やコールレートなどの金利を低下させるためには、短期金融市場の資金量を増加させなくてはならない。政策金利を低下させればベースマネーの量は増加し、通常は銀行の貸出増加を通じてマネーサプライは増加するはずだ。バブル崩壊後の日本経済で、日銀の政策に対して量的な金融緩和を行うべきだという批判があったが、タイミングの問題はあるものの短期金利の低下によって本質的には同じ政策が行われてきたことになる。

3．ゼロ金利政策下の金融調節

91年7月以来の金融緩和にもかかわらずマネーサプライの伸びは依然として低水準にとどまっており、日銀は99年2月にはコールレートをほぼゼロにするというゼロ金利政策を開始

した。財政政策面からも景気刺激が続けられてきたが、財政赤字の規模も政府債務の累積も巨大となっていることから、財政面からの景気刺激をこれ以上続ける事によるデメリットも強く主張され、金融政策に対する期待が再び高まることになった。またコールレートがゼロとなり金融政策の目標として「金利」に限界が生じていることから、金融政策の目標を金利から量に変更すれば一段の金融緩和が可能で金融面から景気刺激ができるのではないかという「量的緩和論」が再び主張されることとなった。

量的金融緩和論として主張されているものの内容としては、金融政策の目標を設定すること、マネーサプライ増加の具体策の二つに分けることができる。金融政策の目標として提言されているものには、ベースマネー、マネーサプライ、名目GDPなどの伸び率や物価上昇率を指標とするインフレーションターゲティングなど様々なものが存在している。金融政策の目標を明確にするという点で、目標を設定することには意味があろう。しかし、物価上昇率のような目標を設定しても企業や消費者の行動を変えられるかどうかは疑問であり、ベースマネーやマネーサプライの伸びなどの目標と同様に日銀が目標を達成する手段を持っていなければ経済への大きな効果は期待できないだろう。

図表-2 提言されているマネーサプライの増加策

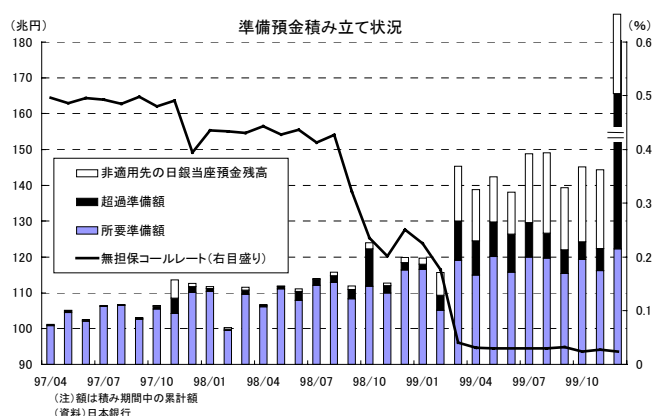
金融緩和の手段	主な主張者	具体的内容
マネタリーベース増加	林文夫（東京大学教授）	過去3年間のマネタリーベース成長率が前年比7～8%前後で推移していることを考慮に入れ、目標を当面8～9%にすべき
	中原伸之（日銀政策委員会審議委員）	99/10～12のマネタリーベースを前年比10%程度にまで高める
超過準備の操作	深尾光洋（慶応大学教授）	超過準備額を毎月5,000億円ずつ増加させる
非不胎化介入	浜田宏一（イェール大学教授）	介入資金を不胎化しない
日銀の民間信用供与		民間部門に直接資金供給を行う 株・土地など資産を選ばず買い入れる
買い切りオペ増額 国債引き受け	深尾光洋（慶応大学教授）	毎月4000億円行っている日銀買い切りオペを増額する
	クルーグマン（MIT教授）	財政赤字のファイナンスを日銀が行う

第二のマネーサプライ増加の具体策としては前頁表のような方法が提言されている。このような手法が実際にマネーサプライの増加につながるかを、現在の日本経済が抱えている問題やゼロ金利政策下の金融情勢との関係で以下で検討しよう。

4．マネーサプライ増加を阻害する要因

ゼロ金利政策の下で短期金融市場では、銀行が準備率制度で義務付けられている準備預金以上の日銀預金を持つ超過準備が積みあがったり、銀行間の資金の仲介を行っている短資会社に資金が大量に余る状況になっている。通常日銀がベースマネーを供給すればマネーサプライが増加するという形で信用創造が行われるという説明が行われるが、このようなルートは銀行の準備預金が制約になってマネーサプライの量が決まっているという状況を前提にしている。しかし現状では準備預金はむしろ余っており、マネーサプライ増加の制約になっておらず、別の要因がマネーサプライのレベルを決めているということになる。

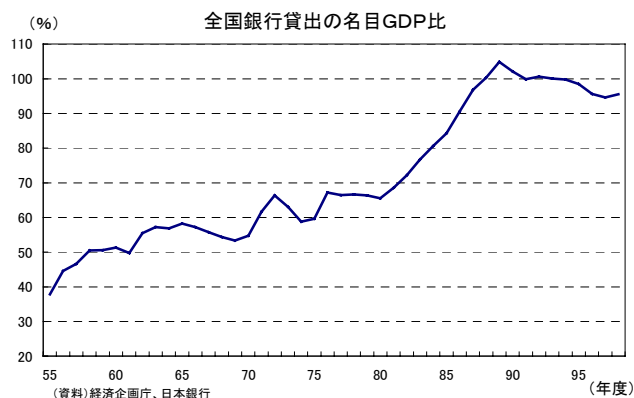
図表-3



バランスシート問題を抱える日本経済では、通常我々が想定しているのとは異なった状況が発生している。借入側の企業はバブル崩壊後、借入が多すぎるというバランスシート問題を抱えている。多くの企業にとって収益性の低い資産や不稼働資

産を処分して借入を返済し、バブル期に資産負債の両建てで膨張したバランスシートを縮小させることが急務となっている。また、資金供給側の銀行部門もバブル期に貸し出しが異常に伸びて自己資本比率等からみて貸し出しが過剰となるなどの問題を引き起こした。こうした状況は、日本経済全体でみれば銀行貸出しの名目GDP比がそれまでの傾向から大きく上昇し、経済規模に比べて大きくなり過ぎた後、バブル崩壊後も目立った改善を見せていないという点に現われている。この状況が改善されるためには中期的に見て銀行貸出はむしろ縮小する必要がある。このような状況の下では、日銀がベースマネーを供給しても銀行の民間企業への貸出は増加せず、普通考えられている銀行貸出の増加という仕組みを通じてはマネーサプライの増加がおこることは考えにくい。

図表-4



実際マネーサプライの中で国内信用の伸びを見ると、バブル崩壊後全体の伸びが低下しているだけでなく、財政部門向けや地方公共団体向けの信用が伸びの中心となっており、民間向けの信用はほとんど伸びていない。つまり貸し手である銀行、借手である企業・家計にバランスシート問題がありマネーサプライは銀行貸出を通じるチャネルでは増加しにくい状況にあるといえる。

金融政策はしばしばブレーキにたとえられるが、金融機関に信用供与の意欲があってそれがコール市場での資金需要となって現われていれば、日銀はコールレートや公定歩合というブレーキを操作することによって準備預金額を操作し間接的にマネーサプライをコントロールできる。ゼロ金利政策下のマネーサプライ増加問題のポイントは、金融政策がいわばアクセルとして機能するかという点にある。

5. バランスシート問題下のマネーサプライ

マネーを保有する企業や家計のバランスシートを単純化すれば、右の貸借対照表ようになる。資産の部には、マネーサプライ統計の対象となる現金や預金などやマネーサプライの対象とならない国債や金融債などの「金融資産」と建物や機械などの「実物資産」があり、負債の部には、銀行からの借入や社債などの負債と資本金や法定準備金などや配当可能利益などの純資産が計上され、資産の部と負債の部は同額になるように作られている。

図表-5 貸借対照表

資産の部	負債の部
金融資産	負債
マネーサプライ対象資産	銀行借入等
マネーサプライ対象外資産	
実物資産	資本金
	法定準備金
	配当可能利益
	純資産

マネーサプライを増加させるという金融政策をこの貸借対照表を使って考えると、左側の資産の部の金融資産中のマネーサプライ対象資産が増加することになるが、貸借対照表の左右が釣り合う

図表-6

マネーの保有者からみたマネーサプライ増加の手段

① 負債の増加	銀行貸出、社債の発行等
② 資産の振り替え	マネーサプライ対象外資産の減少
③ 純資産の増加	財政赤字、経常収支の黒字

ためには、3つの方法がある。

第一は、貸借対照表の右側の負債を増やす方法であり、通常の金融政策が想定しているものである。しかし、日本の企業や家計はバランスシート問題を抱えており、負債を増加させてマネーサプライを増加させることは難しいだろう。第二の資産の振り替えによるマネーサプライの増加では、(1)実物資産を国、日銀や銀行が購入する、(2)国債や金融債などのマネーサプライ対象外の金融資産を現金や預金などのマネーサプライ対象資産に置きかえることが考えられる。高金利下の経済ならば金利低下などによって(2)のようなマネーサプライ対象外金融資産から流動性の高いマネーサプライ対象資産へと誘導することが可能だろうが、現在のような低金利下では手段が限られる上に、このような資産の置き換えの実体経済への効果も大きいとは考えられない。(1)のように実物資産を国などが購入することはの財政赤字などによる純資産の増加とおなじく、むしろ財政政策の範疇に入るものであろう。

現在の日本経済の問題は、家計や企業の負債の圧縮が必要だというバランスシート問題である。これを改善するにはマネーサプライの伸びを高め物価の下落基調を止めるが必要だが、バランスシート問題を抱えた状態では、銀行貸出を通じた通常の金融政策のルートでは実現が難しい。マネーサプライ増加の実現は、金融政策単独では難しく拡張的な財政政策を合わせて実施する必要がある。財政政策も金融政策も過去の常識を超える段階に入っている昨今では、景気刺激は財政政策か金融政策かという二者択一で議論されることが多い。しかし、実はマネーサプライを増加させて景気を回復させるためには財政政策と金融政策の組み合わせが必要とされているのである。

- ・ 本レポート記載のデータは各種の情報源から入手、加工したものです。その正確性と完全性を保障するものではありません。
- ・ 本レポート内容について、将来見解を変更することもあります。
- ・ 本レポートは情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。なお、ニッセイ基礎研究所に対する書面による同意なしに本レポートを複写、引用、配布することを禁じます。