

# ゼロ金利政策が金融調節に与えた影響

## 金融調節から非伝統的金融政策を考える①

金融調査部 研究員 中村文香

「これでなっとく金融調節」第6回は、ゼロ金利政策が金融調節に与えた影響について考えます。

### 金融調節の側面から非伝統的金融政策を考える

第5回までの「これでなっとく金融調節」では、伝統的金融政策の下での金融調節についてご紹介してきました。金融調節は、金融政策で決められた目標を実現するプロセスです。ですから、当然、金融政策の変更は、金融調節に表れてきます。第6回からは、「非伝統的金融政策」と呼ばれる政策への変化を、金融調節の側面から見てみましょう。

日本は、1990年代のバブル崩壊と金融危機によって、大きな打撃を受けました。人口動態が変化し、少子高齢化が進んだことも、経済構造を変える背景となりました。こうした経験は諸外国でも例が少なく、日本はフロントランナーとして課題に取り組むこととなりました。日本銀行も、これまでとは違う政策に踏み出す必要に迫られました。

従来の金融政策では、物価を安定させるという目的を達成するために、適切な短期金融市場の金利（以下では短期金利とします）の目標を決め、金融調節によって目標金利に誘導するという行っていました。一般に、短期金利のコントロールを「伝統的金融政策」と呼びます。しかし、短期金利は、ゼロに近付くと、それ以下に引き下げるのは困難です。短期金利が実質的にゼロ%に達した後も、景気や物価に対して効果を発揮することを目的として行われている金融政策を、「非伝統的金融政策」と呼びます。非伝統的金融政策とは明確な定義はありませんが、主に、従来ターゲットとされてきた短期金利の操作以外の手法で、経済に働きかけることを目指す施策を指すことが多いようです。当然、ターゲットが変われば、金融調節の方法も変える必要があります。

### ゼロ金利政策と金融調節の変化

日本が非伝統的金融政策に初めて踏み出したのは、日本の金融危機やアジア通貨危機によってさらなる金融緩和を求められた1999年のことです。2月の金融政策決定会合で、短期金利を

できるだけ低い水準に誘導することが決定され、「ゼロ金利政策」と呼ばれました。当時、短期金利はゼロ%までしか引き下げることができないと考えられていたため、より一層の緩和を行うためには、非伝統的な手法にチャレンジする必要がありました。そこで、同年4月には、当時の日本銀行（日銀）総裁が「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続ける」と発言しました。しばらくの間は利上げがないことを明らかにし、将来にかけての短期金利見通しを引き下げようと試みました。時間軸政策と呼ばれ、最近では「フォワードガイダンス」として、多くの中央銀行が採用しています。長期金利は将来の短期金利の見通しに左右されるため、長めの金利低下が期待できることとなります。

ゼロ金利政策導入による金融調節の変化を見てみましょう。第一に、オペレーションが強化されました。ゼロ金利政策は、伝統的な金融政策の枠組みですが、誘導目標が極めて低い水準に設定されていました。また、2000年への年越しを控え、いわゆる「コンピューター2000年問題」を警戒した資金需要もありました。金融調節手段を強化するため、1999年10月に、日銀が短期国債を買い取るオペを導入するなど、オペの種類や対象を拡大する措置を行いました。

第二に、短期金融市場でのオペレーションの重要性が高まりました。ゼロ金利政策は、銀行間のお金のやり取りを抑制し、市場機能を殺してしまう副作用があります。短期金利が実質的にゼロになるということは、お金を誰かに貸してもほとんど利益が出ないことを意味しています。お金を貸す際のコストや相手の信用リスクを考えると、貸出を行うよりも、日銀当預に預けている方が安心です。結果的に、短期金融市場の規模が縮小したり、市場機能が低下したりする恐れがあります。

実際に、代表的な短期金融市場の一つである無担保コール市場の残高は、ゼロ金利政策導入前の1998年には平均して約25～30兆円でしたが、ゼロ金利政策下では半分以下に落ち込みました。短期金融市場の機能が低下すると、一時的に資金を必要とする金融機関が資金不足に陥ってしまう恐れがあります。日銀がすべての金融機関の資金繰りを把握し、オペレーションを通じて適切な資金の分配を行わなくてはいけなくなってしまうますが、それは非常に困難です。ゼロ金利政策の経験を踏まえ、世界中の中央銀行では、以後、金利をゼロ近くに引き下げ際には、短期金融市場の機能を損なわないよう、ゼロちょうどには誘導しない、当座預金の階層構造を導入するといった仕組みが使われるようになりました。

2000年代前半に日本の景気は持ち直しはじめ、ゼロ金利政策は2000年8月に解除（利上げ）されました。しかし、2000年末に、ITバブルの崩壊で世界景気が急速に悪化したことを背景に、日本経済も再び減速することとなりました。その対応として、一段の緩和を行うことが求められた日銀は、さらに非伝統的な手段に踏み込んでいくことを決めました。次回は2001年から行われた量的緩和における金融調節について解説します。

以上