トピックス

ゼロ金利政策の軌跡と今後の展望

第三経営経済研究部主任研究官　　若松　幸嗣

はじめに

日本銀行が、歴史的にも、世界的にも類例をみない「ゼロ金利政策」に踏み切ってから本年２月で丸一年を迎えた。平成９年度から続く日本経済のマイナス成長の過程で採られた異例の金融政策であるが、昨年８月以降足許の景気ははっきり下げ止まったとの日本銀行の判断[1]も出ており、「ゼロ金利政策」がいつ解除されるのかが金融市場の主要関心事となっている。本稿では、この一年の金融政策の特異性を象徴する「ゼロ金利政策」について、当該施策に至る背景、実施後の経済金融情勢の推移及び今後の展望について考察する。

１　ゼロ金利政策とは

日本銀行は、「ゼロ金利政策」を、「金融市場に、豊富で弾力的な資金供給を行うことによって、日本銀行が行う金融調節のターゲットである短期市場金利（無担保コール・オーバーナイト物金利）を実質的に（＝取引に掛かる手数料を除くベースで）ゼロ％近傍まで低下させるという超金融緩和策」と定義している。

無担保コール・オーバーナイト物金利を、金融調節を行う上でのターゲット・レートとしている理由は、次の通りである。

⑴　市場参加者が他の取引の金利を決める際、無担保コールのオーバーナイト物金利を重要な判断材料の一つとして考えることが多い（従って、オーバーナイト物金利が他の金利にも影響を与え得る）こと、

⑵　日本銀行の金融調節は、当日約定・当日決済の取引（即日取引）で、かつ期間が短い取引のレート[2]ほど影響力を及ぼし易いこと、

以上のような事情を反映したものとされている。

２　ゼロ金利政策実施に至る経緯と背景

図表１は、超低金利政策及びゼロ金利政策の決定時期を含む、10年８月以降12年２月上旬までに開催された日本銀行金融政策決定会合における金融市場調節方針の推移を示したものである。

2.1　平成10年９月９日決定の超低金利政策

ゼロ金利政策実施前に、既に短期金融市場では極めて低い水準の金利が続いていた。これは、平成10年９月９日に決定された金融緩和措置にしたがったもので、後の一段の金融緩和措置であるゼロ金利政策の採用につながっていく。

10年春以降の経済情勢は、生産・所得・支出を巡る循環メカニズムが停滞からマイナス方向に向かうなかで、企業家・消費者心理の弱気化が目立つなど全般に悪化していたが、秋口にかけて、さらに悪化が目立つようになっていた（図表２参照）。

１）「通貨及び金融の調節に関する報告書」概要説明、平成11年８月３日　参議院財政金融委員会における速水日本銀行総裁報告
２）無担保コール・オーバーナイト物金利は、インターバンク市場金利のうち最も取引期間の短い金利である。

図表１　政策委員会・金融政策決定会合において決定された「金融市場調節方針」

決　定　日	金　融　市　場　調　節　方　針	採決の状況
10年８月11日	無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて公定歩合水準をやや下回って推移するよう促す。	賛成多数（反対１）
９月９日	無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。 なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。	賛成多数（反対１）
９月24日	↓	賛成多数（反対１）
10月13日	↓	賛成多数（反対１）
10月28日	↓	賛成多数（反対２）
11月13日	↓	賛成多数（反対１）
11月27日	↓	賛成多数（反対２）
12月15日	↓	賛成多数（反対２）
11年１月19日	↓	賛成多数（反対２）
２月12日	より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。 その際、短期金融市場に混乱の生じないよう、その機能の維持に十分配意しつつ、当初（注）0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。	賛成多数（反対１）
２月25日	↓	賛成多数（反対２）
３月12日	↓	賛成多数（反対２）
３月25日	↓	賛成多数（反対２）
４月９日	↓	賛成多数（反対２）
４月22日	↓	賛成多数（反対２）
５月18日	↓	賛成多数（反対２）
６月14日	↓	賛成多数（反対２）
６月28日	↓	賛成多数（反対２）
７月16日	↓	賛成多数（反対２）
８月13日	↓	賛成多数（反対２）
９月９日	↓	賛成多数（反対２）
９月21日	↓	賛成多数（反対２）
10月13日	豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。	賛成多数（反対１）
10月27日	↓	賛成多数（反対２）
11月12日	↓	賛成多数（反対２）
11月26日	↓	賛成多数（反対２）
12月17日	↓	賛成多数（反対２）
12年１月17日	↓	賛成多数
２月10日	↓	賛成多数

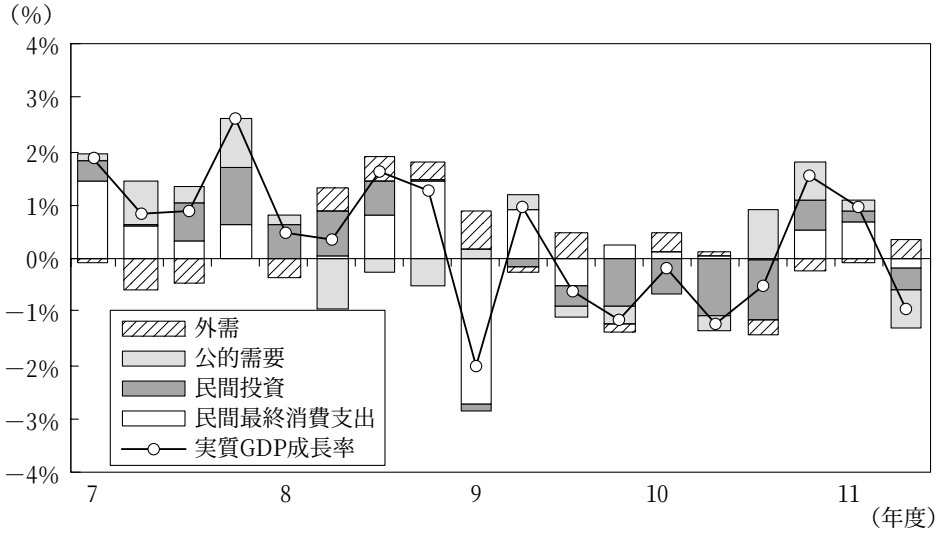
（注）「当初」とは、平成11年２月12日金融政策決定会合時点。
（出所）　日本銀行

また、ロシアの金融危機に端を発する世界的な株価下落や信用リスクに対する警戒感の強まりから、金融資本市場は不安定さを増し、経済の先行きに対する不透明感も強まることとなった。具体的には、円相場が８月中旬に147.41円（８月11日終値）と８年ぶりの安値を記録した後、９月８日に131.93円と、一ヶ月で15円の急激な円高が進んだ（図表３参照）。また、日経平均株価は８月末にバブル崩壊後の最安値（13,915円）を更新した（図表４参照）。

こうした状況を踏まえて、日本銀行は、10年９月９日の金融政策決定会合において、経済がデフレスパイラルに陥ることを未然に防止し、景気悪化に歯止めをかけることをより確実にするとの観点から、一段の金融緩和措置（「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。」図表１参照）に踏み切ることを賛成多数で決定した。

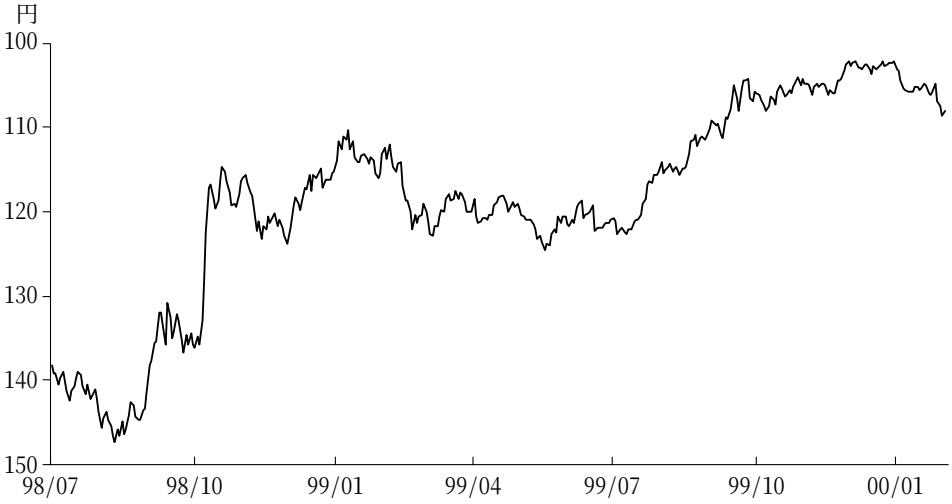
この結果、９月９日以来11年２月上旬まで、無担保コール・オーバーナイト金利は、公定歩合

図表２　実質GDP成長率と需要項目別寄与度



（出所）　経済企画庁

図表３　円/ドルレート（終値）



（出所）　日本銀行

図表４　日経平均株価（終値）

（出所）　日本経済新聞社

（0.5%）の二分の一の水準である0.25%前後で概ね推移した。

2.2　ゼロ金利政策決定の背景

上述のとおり10年末以降、短期金融市場は極めて落ち着いた展開で推移していたが、日本銀行は、平成11年２月12日の会合で一段の金融緩和措置（ゼロ金利政策）に踏み切ることを決定した。当日発表された対外公表文によれば、金融市場調節方針の変更決定の背景となる、当時の金融経済情勢に対する日本銀行の考えは、以下の通りである。

⑴　わが国の経済金融情勢全般は、財政・金融両面からの下支えにより小康状態に入ってきており、今後景気の悪化には次第に歯止めがかかるものと一応見込まれるが、

⑵　民間経済は停滞を続けており、景気回復への展望は依然明確でない状況にあり、

⑶　さらに最近の長期金利の上昇や円相場の高止まりが、景気を再び悪化に向かわせるリスクファクターとして重くのしかかってきている。

中でも⑶の長期金利の上昇傾向及び円高気味の展開が、先行きの日本経済の新たな不透明材料として強く懸念される状況であった。

すなわち、長期金利（10年最長国債利回り）については、10年秋の１%を大きく下回る水準から足許で２%を超える水準(11年２月５日　2.37%）に達しており（図表５参照)、景気、物価の情勢から乖離した動きであることから、先行きの長期金利上昇が景気の追加的な下押し要因となることを警戒する必要があるとの考えであった。

また、円相場についても、110～115円で推移しており（図表３参照)、足許の長期金利の上昇に引きづられて更に円高が進行するおそれがあり、これも景気の追加的な下押し要因として懸念された。

こうした認識をもとに、日本銀行としては、先行きデフレ圧力が高まる可能性に対処し、景気の悪化に歯止めをかけることをより確実にするためにも、この際、市場金利を一段と引き下げ、金融政策面から経済活動を最大限下支えしていくことが適当である、との意見が大勢を占め、ゼロ金利政策にかかる議案が賛成多数で可決されることとなった。

ここで、「その際、短期金融市場に混乱の生

図表５　10年最長国債流通利回り

（出所）　日本相互証券

じないよう、その機能の維持に十分配意しつつ、当初0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。」との文言が添えられた。これは、無担保コール・オーバーナイト物金利をゼロ近傍にまで低下を促す政策は世界的に未経験のことだけに、具体的に金利がどの程度まで下がれば、短期金融市場取引が縮小し、短期金融市場の機能が低下するのかということの見極めがつかなかったため、結局は、市場の状況をよく見ながら金利を徐々に引き下げていく以外に方法はないという政策委員会委員共通の認識が反映されたものであった[3)]。

３　ゼロ金利政策実施後のコール市場の変化

3.1　金融調節の方法

日本銀行の金融調節は、金融機関を相手に手形やコマーシャル・ペーパー、国債の売買等のオペレーション（略称「オペ」）を行い、金融機関が保有する資金の量を、金融機関全体でみて数千億円から数兆円の規模で増減させることによって運営されている。こうしたオペには、入札を行った当日に資金決済を行う「即日オペ」と、入札を行った数日後に資金決済を行う「先日付オペ」がある。日本銀行では、金融機関全体でみた資金量の先行きを予想し、先日付オペ等を用いて事前に資金量の大まかな調整を行った上で、当日の市場取引の動向等を観察しつつ、最終的にその日必要と判断される資金量に調整すべく即日オペを実施する。

即日取引はコール市場、特に無担保コール市場を中心に行われているが、日本銀行が即日オペを実施することで、金融機関が今日保有している資金量が変動した場合、金融機関はその変動分をコール市場、特に担保の制約を受けないため機動性の高い無担保コール市場（なかでもオーバーナイト物）で調整（不足額の調達または余裕額の運用）しようとする。このため、日本銀行のオペは、無担保コールのオーバーナイト物レートに対し大きく影響を与え得るわけである。他方、先日付取引や期間の長い取引は、金融機関の資金繰りが確定し切らない状況で行われるため、未確定の部分

３）その後、コール市場の規模は縮小したものの市場機能の低下や混乱等の問題が発生しなかったことから、平成11年10月13日の金融政策決定会合において、「当面の金融市場調節方針」の中から、「その際、短期金融市場に混乱の生じないよう、その機能の維持に十分配慮しつつ、」以下の文言は削られた（図表１参照）。

に対する金融機関の先行き予想がレート形成に少なからず影響を与えることから、即日取引ほどには日本銀行のオペの影響が及ばないのが一般的である。

日本銀行は、ゼロ金利政策という金融市場調節方針を受けて、無担保コール・オーバーナイト物金利ができるだけ低めに推移するよう、潤沢な資金供給を継続してきた。具体的には、①国債借入オペ（いわゆる「レポ・オペ」）、②短期国債買現先オペ、③CP買現先オペ、④手形買入オペ、⑤日銀貸出といった多様な金融市場調節手段を活用している。

3.2　無担保コール・オーバーナイト物金利の推移

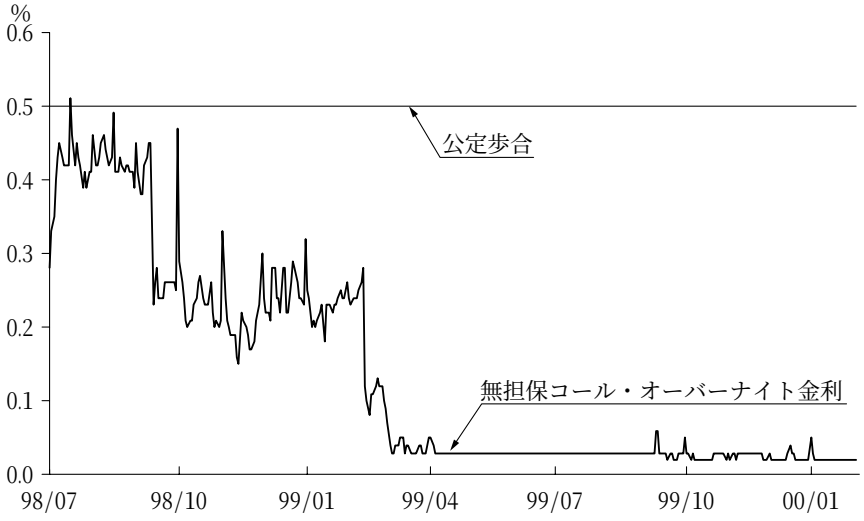
市場の様子を見ながら徐々に金利低下を促していった結果、11年３月初まで0.10%前後での推移となった後、４月以降、無担保コール・オーバーナイト物金利は、取引の手数料を差し引けば、実質的にはほぼゼロ%とみなし得る水準（0.02～0.03%）まで低下し、概ね日本銀行の期待通り、12年２月現在まで安定的に推移している（図表６参照）。

3.3　無担保コール市場残高の急減

無担保コール・オーバーナイト物金利が事実上０%に近い水準にまで低下する中で、資金の出し手はより有利な運用先を求めて資金を銀行の普通預金や国債等他の金融商品に振り替えた[4]ため、コール市場の残高は無担保コールを中心に急減した。11年12月末には21.9兆円と、ゼロ金利政策開始前の同年１月末（35.9兆円）に比べ約４割の減少となった（図表７参照）。

このようにコール市場残高の大幅な減少は、現在のゼロ金利政策が少なからず影響したものであるが、更に次のような事情もある。つまり、

図表６　公定歩合と無担保コール・オーバーナイト金利の推移



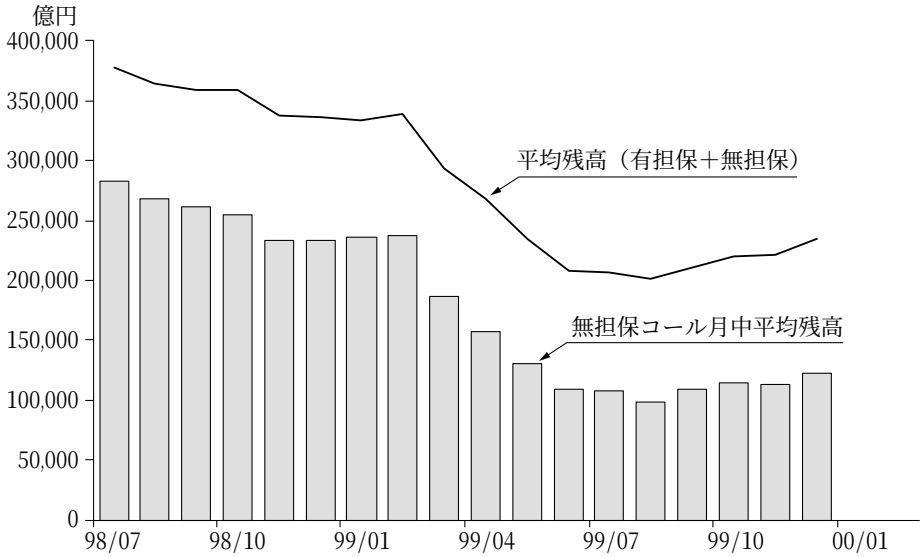
（出所）　日本銀行、短資協会

4）例えば、コール市場の主要な資金運用者の一つである損害保険会社の資産運用状況についてみると、11年１月から12月にかけてコールローンを大幅に減らす一方で、預金や国債による資金運用を増やしている。

5）平成10年には、CDやCP等の発行期間に関する規制が撤廃されたこと等もあって、コール以外の短期金融取引でもオーバーナイト物の取引が可能になり、これまで事実上コールに限定されていたオーバーナイト物取引がこれらの市場でも活発化する可能性がある。

6）中央銀行における金融機関間の口座振替の手法の一つで、振替の指図が中央銀行に持込まれ次第、一つ一つ直ちに実行される。

図表７　コール市場資金残高



（出所）　日本銀行

⑴　規制緩和や情報通信技術の発達により、これまでコール市場が他の短期金融取引に対して有していた優位性が減少しつつあること[5]、

⑵　日本銀行当座預金決済のRTGS（即時グロス決済[6]：Real-Time Gross Settlementの略語）化に伴い、金融機関は日々の資金決済額を圧縮する必要があることからオーバーナイト物の取引を減少させる方針にあること。

このような構造要因を勘案すると、中長期的にみてもコール市場の残高は40兆円台にまで達した90年代初頭のピーク時の規模にまでは回復しない可能性もあると日本銀行では見ている。

ただ、コール市場残高が大幅に減少した現在も、金融機関が様々な金融取引のレートを決める上で、オーバーナイト物レートを重要な判断材料の一つとしており、こうした状態が続く限り、同レートは引き続き短期金融市場で中心的な意義を有すると考えられる。

４　ゼロ金利政策の効果と副作用

４.１　ゼロ金利政策の効果

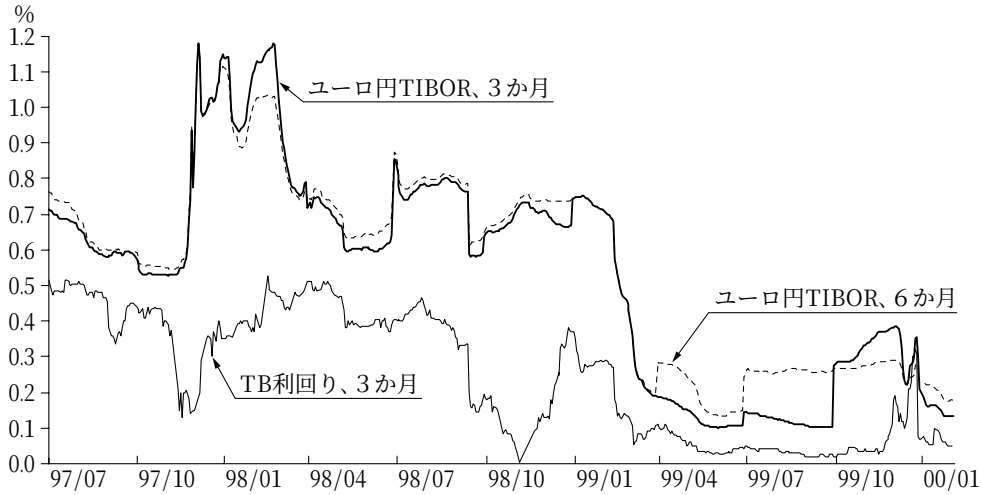
⑴　ターム物金利の低水準の推移

金融システムの安定化に加え、日本銀行が、ゼロ金利政策を「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで」継続する旨をアナウンスしていることにより、オーバーナイト金利に対する市場の先行き期待を通じて、ターム物金利はきわめて低い水準にまで低下している。例えば、コンピューターの2000年問題に対する懸念が解消された平成12年１月以降、ユーロ円金利（３か月物）は0.1%台で、短期国債（TB３か月物）の利回りは0.1%以下というゼロに近い水準で推移している（図表８参照）。

⑵　投資家のリスクテイク姿勢の促進

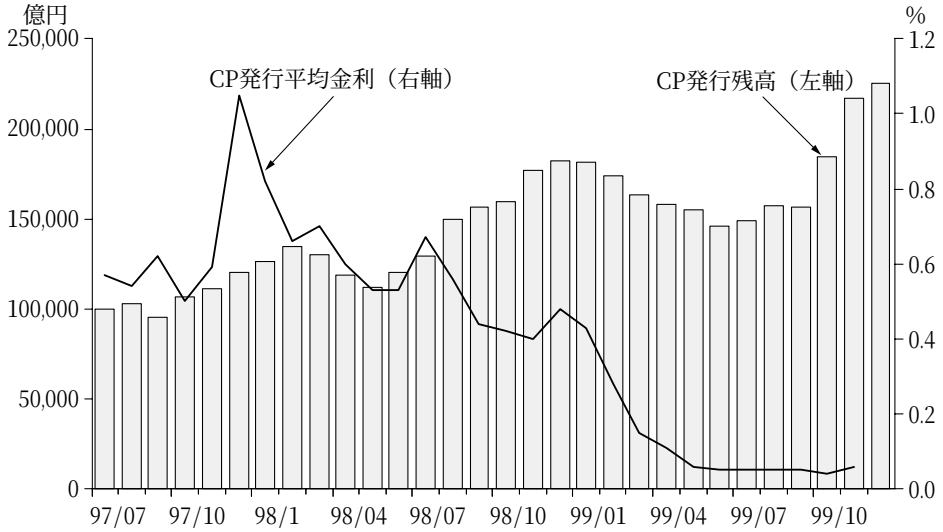
ゼロ金利政策に伴う預貯金金利の低下により、個人や機関投資家は、より高い運用益を求めて、期間の長い投資や、信用リスクのより高い債券、例えばCPや社債、株式等直接金融市場への投資を次第に積極化している。この結果、長期金利の低位安定、株価の上昇等金融市場に好影響がもたらされていると思われる（図表４、図表５、図表

図表８　短期金融市場の動向



（出所）　日本相互証券、全国銀行協会

図表９　CP発行金利と残高



（出所）　日本銀行

９参照)。

⑶　企業金融の逼迫感の緩和

平成10年は、国際金融市場の混乱や我が国の大手金融機関の破綻を契機に、国内の金融市場の機能が低下し、金融機関の融資姿勢が厳しくなり、企業の資金調達が困難となる状況であった。しかし、図表10の日銀短観調査結果に見られるように、ゼロ金利政策による金融緩和の効果や公的資本の投入、信用保証制度の拡充などを背景に、金融機関の流動性を巡る懸念が大きく後退したことにより、11年春先以降、金融環境は全体として改善している。

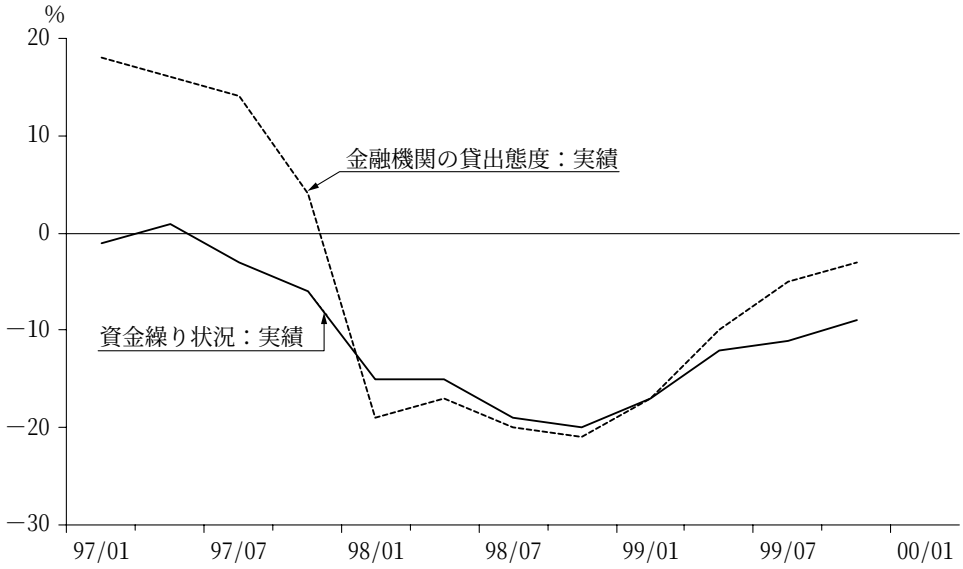
4.2　ゼロ金利政策の副作用

一方、次の副作用にも注意しておかなくてはならない。

⑴　家計の金利収入の圧迫

金利収入を主な拠り所に生活している家計に

図表10　金融機関の貸出態度及び企業の資金繰り判断D.I.



（出所）　日本銀行「企業短期経済観測」

とっては、預金金利の低下から利子所得の確保が非常に厳しい状況となっており、所得分配上の歪みを生じている。また家計の利子所得の著しい減少は、消費の足を引っ張る要因の一つでもある。

⑵　資金運用機関の運用難

年金基金、保険会社、財団などの運営が超低金利の中で一段と厳しくなっている。

⑶　構造調整の遅延

ゼロ金利政策は、構造調整を進める企業にとっては資金繰り不安を和らげ、資金調達コストを引き下げるといった効果を通じて、調整過程における痛みを和らげる面があるものの、ともすれば本来市場から退出するような債務過剰企業を辛うじて存続させることとなり、淘汰されるべき企業や設備が残置され、構造調整の進行を遅らせるという副作用がある[7)]。

⑷　金融緩和の行き過ぎに伴う金利機能の麻痺

一般に、金利が下がれば企業の投資が増え景気回復につながると考えられる。しかし、低金利政策と比べ、更に金利を下げてゼロ金利政策とした場合に、需要刺激の効果がどれほど現われるか疑問である。ゼロ金利政策で促進される投資活動とは、そもそも極めて収益性の低いプロジェクトであり、金利が正常化された途端にこのような投資プロジェクトは赤字になってしまう。将来の事業継続可能性を考慮するならば、このような事業への投資はゼロ金利の下でも活発化しにくいであろう。

5　ゼロ金利政策は、いつ解除されるのか。

今般のゼロ金利政策の大きなポイントの一つは、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで、ゼロ金利政策を続ける」旨が示されていることである。これは、平成11年２月12日の政策委員会の決定そのものではなく、その後、政策委

7）この点に関し、翁邦雄・日本銀行金融研究所長は、「日本経済が持続的成長のパスに乗るためには、過去の負の遺産を整理する、という意味で構造問題の解決が不可避で」あるが、「金融政策は構造調整の痛み止めにはなっても解決策にはならない」と指摘している。（翁邦雄【1999】）

員会における大勢の意見を踏まえて、速水総裁が11年４月13日の記者会見の席上表明したものである。

本表明は、４月９日の金融政策決定会合において政策運営のわかりやすさを確保し、かつゼロ金利政策の効果を最大化しうるような方途が模索された中で、

⑴　ゼロ金利政策を長く続けることを明確にすれば、先行きのオーバーナイト金利に対する市場の期待を通じてターム物金利の低位安定を実現できること、

⑵　こうした市場の期待形成に働きかけて政策効果を高めようとする方法は、量的指標のターゲティングやインフレ・ターゲティングの技術的な難しさを避けながら本質的にはそれらと同様の効果を持ちうるものであること、

⑶　いつまでゼロ金利政策を続けるかの示し方は「インフレでもデフレでもない物価の安定」という金融政策の目的と整合的なものであるべきこと、

といった理由から案出されたものであった。

その後、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」の判断基準を巡って議論が行われたが、特定の指標や数値で単純に示すことは技術的に難しく、経済見通しや物価の先行きを巡る様々な要素やリスクを勘案して、総合的に判断していくことが適当であるという認識が政策委員の間で概ね共有されているようである。

金融政策決定会合におけるこれまでの議論を踏まえると、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」の条件として特に次の点がポイントになると考えられる。

⑴　物価の安定

産業構造の変化を伴うような景気の拡大には、マクロで見た「物価の安定」という環境が重要である。中長期的に見て物価安定への安心感が確保されている経済では、人々は、マクロの環境変化を過度に心配する必要なく、個々のプロジェクトが持つリスクの評価に努力を集中することができる。また、全体としての物価の安定がはっきりしていれば、個々の財やサービスの相対価格の変化が正しく認識され、価格のシグナル効果に基礎を置く市場経済の機能がフルに発揮されて、労働や資本の適切な再配分が促進されると考えられる。

なお、物価の安定度の判断にあたっては、足許で物価指数が安定しているのみならず、将来の物価動向に関する様々なリスク判断（例えば外国為替や商品価格の動向）も必要である。

⑵　民間需要の自律的な回復の明確な動き

物価に対する潜在的な低下圧力として、低調な民間消費支出への懸念が残っており、内需の柱である個人消費や企業の設備投資が拡大していくはっきりとした展望が得られない段階においては、デフレ懸念が払拭されたとは言いがたい。デフレ懸念払拭には、これら民間需要の自律的な回復の動きが明確になることが必要である。

なお、個人消費の拡大のためには、家計の所得環境が明確に改善に向かうことが必要である。

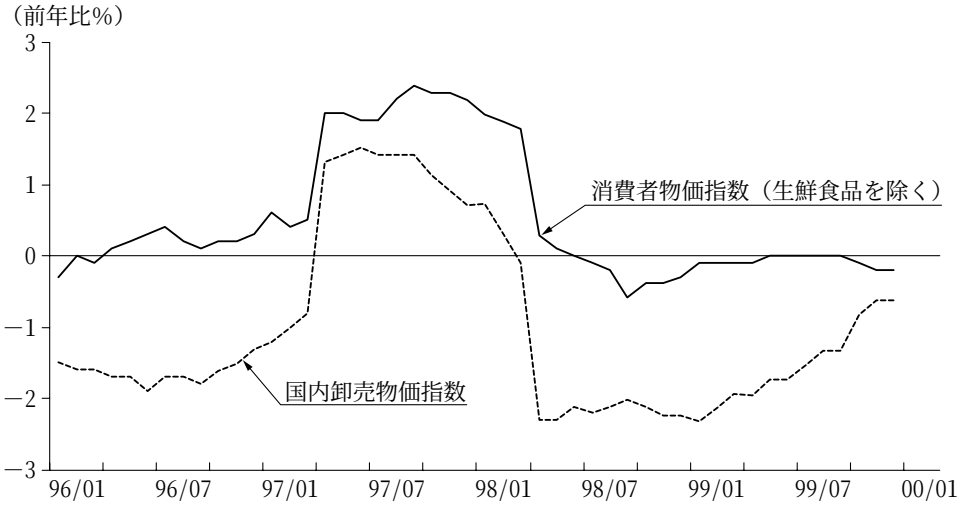
⑶　為替相場への影響に対する考慮

国内のデフレ圧力が残っているところに円高が進めば、単に輸出業者の利益が圧迫されるだけでなく、輸入物価下落による物価全般の下押し圧力が増大するおそれがあり、景気の足取りや企業マインドに悪影響を及ぼすこととなる。日米金利差の縮小は円高圧力となるため、足許の円ドル水準によっては金利引上げに十分な警戒が必要である。

現下の経済金融情勢を見ると、

⑴　国内卸売物価及び消費者物価はマイナスない

図表11　物価指数の推移



（出所）　日本銀行、総務庁

し横這いで推移している（図表11参照）、

⑵　設備投資は下げ止まりつつあるものの、個人消費は、雇用・所得環境に目立った改善が見られない中で、回復感に乏しい状態が続いていることから民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然見られていない[8]、

⑶　為替レートは１ドル110円台まで円安が進んだものの、日本経済の景気回復期待や高水準で推移する米国経常赤字等を背景に、先行きの円高圧力は継続すると予想される。

以上の情勢から判断すると、デフレ懸念の払拭が展望される段階には程遠い状況であり、当面、ゼロ金利政策が解除されることはないであろう。

参考文献

翁　邦雄【1999】「ゼロインフレ下の金融政策について―金融政策への疑問・批判にどう答えるか―」日本銀行金融研究所、「金融研究」平成11年８月

翁　邦雄、ロナルド・I・マッキノン、アラン・H・メルツァー【1999】「ゼロ・インフレ下の金融政策について―金融政策への疑問・批判にどう答えるか―コメント及びリジョインダー」日本銀行金融研究所、「金融研究」平成11年12月

菅野雅明【1999】「ゼロ金利下での金融政策」日本経済研究センター、JCER Paper No. 61、平成11年７月

経済企画庁調査局【2000】「月例経済報告」平成12年２月15日

白川方明【2000】「金融政策は構造政策までは代替できない」日本銀行金融市場局、ワーキングペーパー、http://www.boj.or.jp/ronbun/kwp00j02.htm

日本銀行【2000】「金融経済月報」平成12年２月15日

日本銀行【1998】「通貨及び金融の調節に関する報告書」平成10年11月

日本銀行【1999】「通貨及び金融の調節に関する報告書」平成11年６月

８）日本銀行「金融経済月報」平成12年２月15日

日本銀行【1999】「通貨及び金融の調節に関する報告書」平成11年12月
日本銀行調査統計局【1999】「金融経済統計月報」平成11年12月
日本銀行ホームページ　http://www.boj.or.jp/
日本経済研究センター【1999】「デフレ経済下の金融政策―有識者ヒアリング―」JCER Paper No. 59、平成11年６月
早川英男、前田栄治【2000】「97年秋以降の金融経済動向についての考察」日本銀行調査統計局、Working Paper Series 00-１、平成12年１月
武藤英二、白川方明　編【1993】『図説　日本銀行』財務詳報社
森田達郎、原信　編【1998】『東京マネー・マーケット』有斐閣