

日銀の金融緩和政策とその効果 「量的緩和政策」導入時との比較を中心に

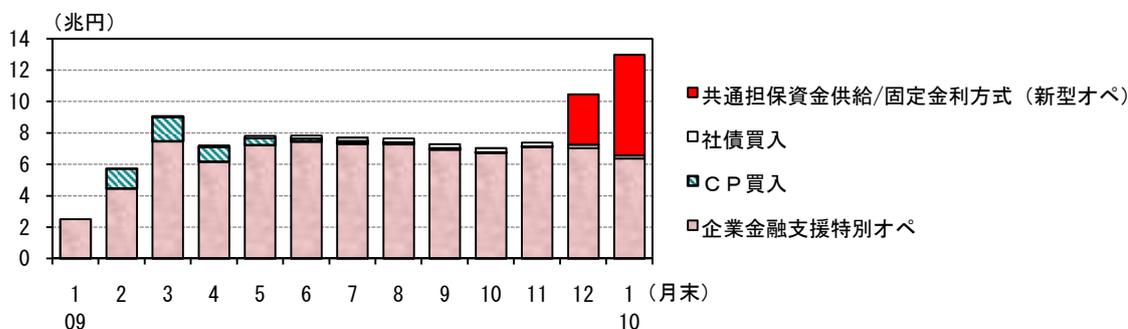
・07年金融危機後の日銀の金融緩和政策について、01年～06年の「量的緩和政策」導入時と比較すると（図表1）、金融危機後の政策では日銀当座預金の金額に目標を設定しない一方で、企業支援オペやCP買入、社債買入、共通担保資金供給（固定金利方式）（いわゆる新型オペ）を導入するといった、手段の多様化が目立つ。個別企業向け与信に裏付けられた債権をオペ対象とすることは極めて異例であった。これらのオペの残高は、10年1月末で12兆円を突破している。

図表1. 日銀の金融緩和政策

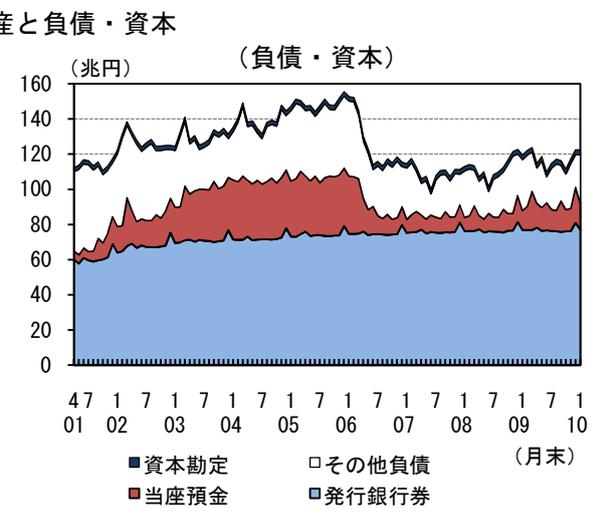
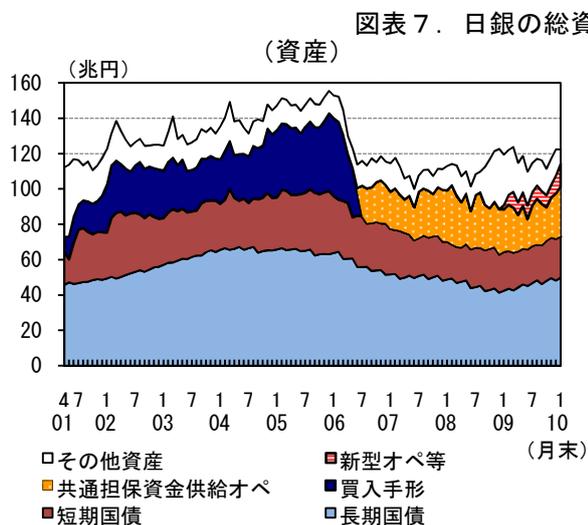
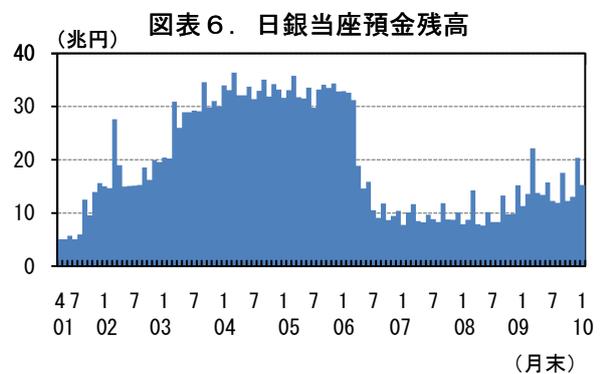
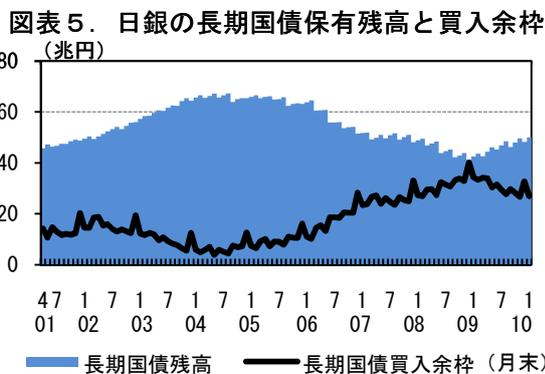
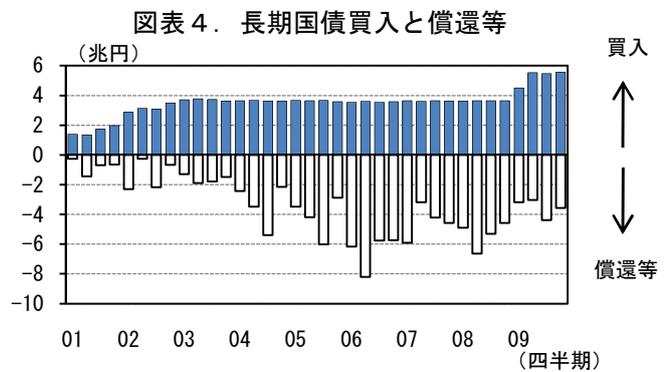
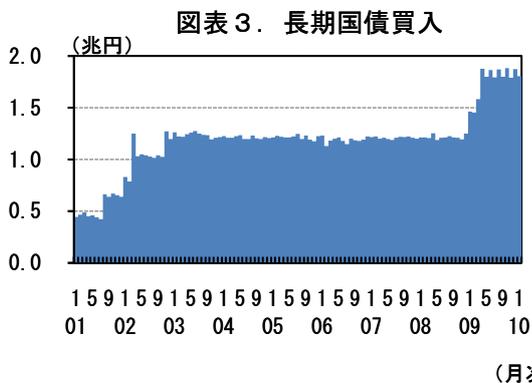
政策決定 会合日付	政策変更内容	誘導目標	長期国債買入目標
1999/2/12	ゼロ金利政策導入	無担保コール0%	
2000/8/11	ゼロ金利政策解除	無担保コール0.25%	
2001/3/19	量的緩和政策導入	日銀当座預金5兆円	増額検討
2001/9/18	日銀当座預金目標引き上げ	日銀当座預金6兆円	
2001/12/19	日銀当座預金目標引き上げ	日銀当座預金10-15兆円	8千億円/月へ増額
2002/2/28			1兆円/月へ増額
2002/10/30	日銀当座預金目標引き上げ	日銀当座預金15-20兆円	1.2兆円/月へ増額
2003/3/5	日銀当座預金目標引き上げ	日銀当座預金17-22兆円	
2003/4/30	日銀当座預金目標引き上げ	日銀当座預金22-27兆円	
2003/5/20	日銀当座預金目標引き上げ	日銀当座預金27-30兆円	
2003/10/10	日銀当座預金目標引き上げ	日銀当座預金27-32兆円	
2004/1/20	日銀当座預金目標引き上げ	日銀当座預金30-35兆円	
2006/3/9	量的緩和政策解除	無担保コール0%	
2006/7/14	ゼロ金利政策解除	無担保コール0.25%	
2007/2/21	無担保コール誘導レート引上げ	無担保コール0.5%	
2008/10/31	無担保コール誘導レート引下げ	無担保コール0.3%	
2008/12/19	企業金融支援オペ導入(注1)	無担保コール0.1%	1.4兆円/月へ増額
2009/1/22	CP買入導入		
2009/2/19	社債買入導入		
2009/3/18			1.8兆円/月へ増額
2009/12/1	共通担保資金供給 (固定金利方式)(注2)導入		

(注1) 企業金融支援オペ・・・民間企業債務の担保価額の範囲内で金額は制限は設けず、無担保コールレートの誘導目標と同水準の金利によるオペ。貸付期間は3カ月以内。
 (注2) 共通担保資金供給（固定金利方式）・・・国債、社債、CPなど全ての日銀適格担保の範囲内で行われるいわゆる「新型オペ」。0.1%の固定金利で、期間は3カ月。

図表2. 金融危機後に導入されたオペ残高



- 金融危機後の金融政策は、量的な視点がないわけではなく、例えば、日銀総裁は「新型オペ」について、「広い意味での量的緩和」（2009年12月1日記者会見）と述べている。量的な指標としては長期国債買入額が存在し、2009年3月の決定会合以降は量的緩和時を上回る毎月1兆8千億円のペースで買入れることとなった（図表3・4、これは償還ペースを上回る）。日銀は長期国債買入額を発行銀行券残高以内に抑えるという基準を設けているが、残枠は30兆円超あり、今後の買入額増額がなされるかどうか注目される（図表5）。
 - 日銀当座預金については明示的な目標がないものの、様々なオペレーションの結果として2009年中は10~15兆円（3, 6, 9, 12月末は15兆円を超えている）の高水準のレンジで推移している（図表6）。
- 日銀の総資産額は120兆円に達する勢いであり、量的な面では「量的緩和政策」導入時前半の2002年と同水準となっている（図表7）。



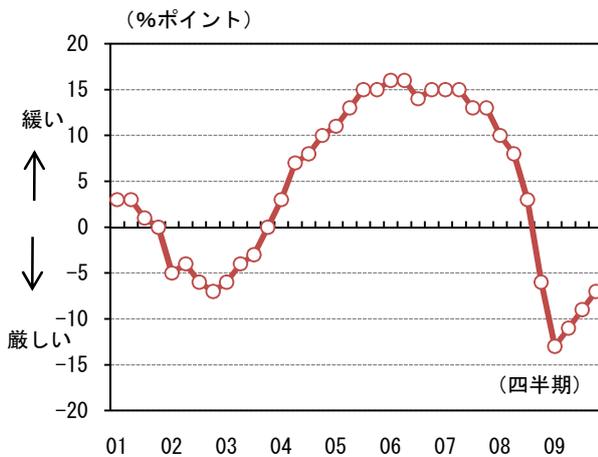
(図表3~7の備考)

1. 日銀統計により作成

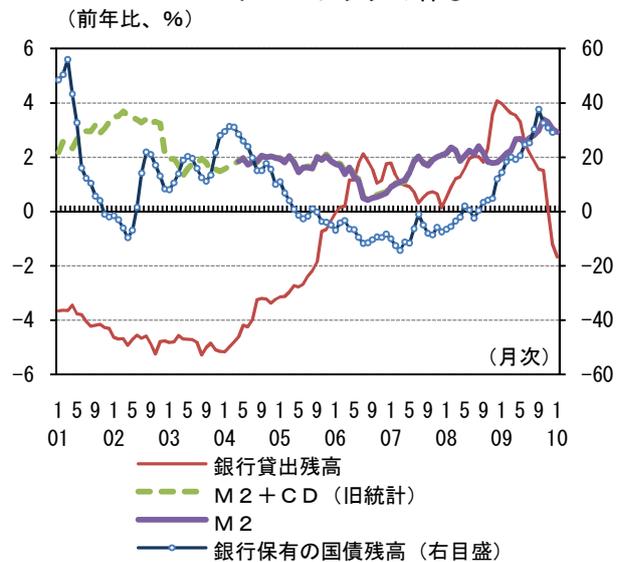
2. 図表5の長期国債買入余枠は、発行銀行券残高ー長期国債残高

- ・ 実体経済に与える影響をみていくと、金融機関の貸出態度は両時期ともに厳しく、特にリーマンショック直後の09年上半期は「量的緩和政策」導入時よりむしろ厳しいとも言えるが（図表8）、07年以降の金融危機時の金融機関の財務状態が「量的緩和政策」導入時より良好であることもあり、08年末の大企業を中心とする手元資金確保のための資金需要に銀行が対応するなど、09年11月まで貸出は増加が続いた。銀行が資産中に国債を積み増していることもあってマネーストックの伸びも堅調であり（図表9）、信用乗数は比較的安定している（図表10）。
- ・ マネーストックの伸びの堅調さにかかわらず、名目GDPの落ち込みが大きいいため、貨幣流通速度は大きく落ち込んでいる（図表11）。

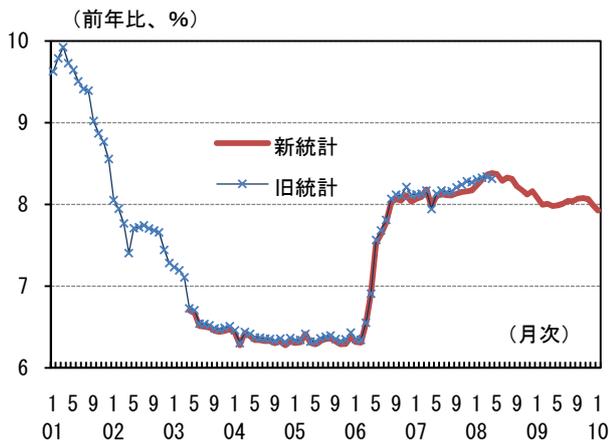
図表8. 貸出態度判断DI（全規模全産業）



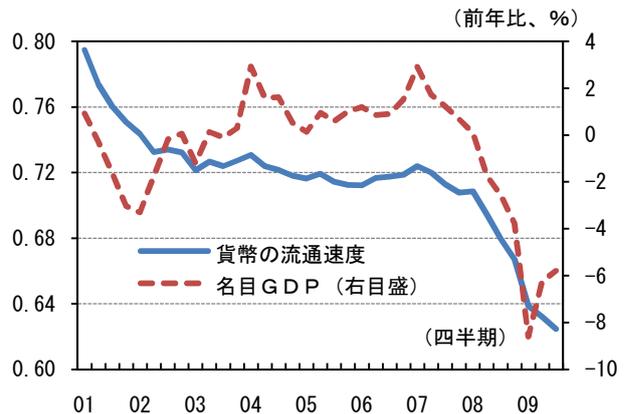
図表9. 銀行貸出・銀行保有国債とマネーストックの伸び



図表10. 信用乗数



図表11. 貨幣の流通速度と名目GDP

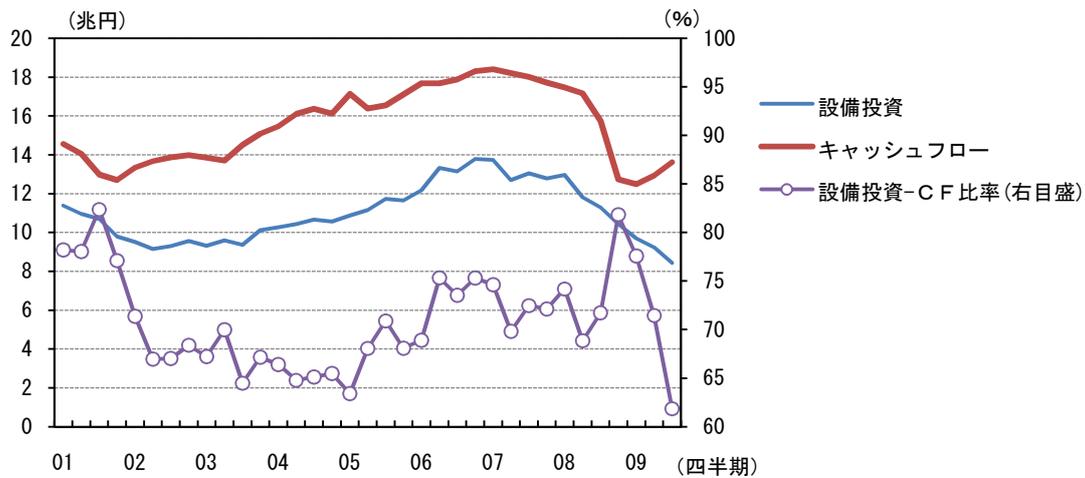


(図表8～11の備考)

1. 日銀統計、内閣府「国民所得統計」により作成。
2. 図表10は、
 新統計 M2 / マネタリーベース
 旧統計 (M2 + CD) / マネタリーベース
3. 貨幣の流通速度は
 03年第2四半期以降は名目GDP / M2
 03年第1四半期以前は名目GDP / (M2 + CD)

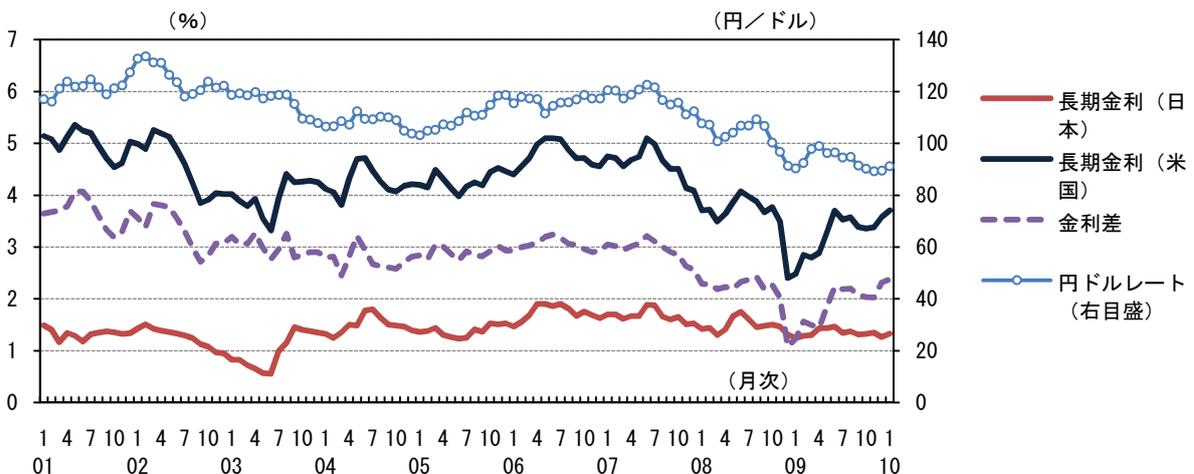
- ・こうした金融緩和政策も企業の設備投資を刺激するには至らず、企業の設備投資が弱くキャッシュフローを大きく下回る状態が続いているのは「量的緩和政策」導入時と同様である(図表12)。
- ・「量的緩和政策」導入時に比べ、今回の金融危機では各国とも大きく金融緩和に動いており、円と米ドルの内外金利差(図表13では円と米ドルを例示)は小さくなっている。内外金利差の点では円高要因であり、世界各国が財政金融政策を支えに回復を図ろうとする中、「量的緩和政策」導入時のような為替介入は難しく、円安を通じた外需の下支え効果は現状では期待できない。

図表12. 設備投資とキャッシュフロー



- (備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」により作成
 2. キャッシュフロー＝経常利益/2+減価償却費
 3. 季節調整値

図表13. 日米長期金利差と円ドルレート



- (備考) 1. 日次データの月中平均
 2. 長期金利は日本と米国の10年国債流通利回り
 3. 金利差＝米国の10年国債利回り－日本の10年国債利回り

[産業調査部 加賀林 陽介]

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 産業調査部

Tel: 03-3244-1840

E-mail: report@dbj.jp