

# 金融市場の構造変化と 金融政策の展望

## 〔要 旨〕

- 1 90年代後半から高まっていた金融システム不安の原因となった不良債権も、メガバンクに関しては処理が大きく進展し、不安もおおむね解消される方向に向かっている。これに加え、金融機関の破綻処理・破綻前処理（救済）に関する法制度も整備されたこともあり、日銀による量的緩和政策も事前に想定されていた役割を終えた、との指摘も出始めている。
- 2 一方、不良債権問題解決の真のゴールとは、常に発生する可能性がある不良債権からの影響を受けにくい銀行経営を確立することであるが、それが実現できているとは言いがたい面がある。企業価値向上を通じた本源的資本の充実が求められるが、それと同時に薄い貸出利ざやの原因と考えられる（銀行セクターが抱えこんでいる資金が過剰であるがゆえに過当競争が発生しているという意味で）オーバーバンキングの解消も必要である。
- 3 他方、民間部門での予備的動機に基づく流動性保有ニーズも減退し、永らく下落傾向が続いていた信用乗数にも下げ止まりが観察されるようになってきた。企業部門では、数年後に迫った団塊世代の大量退職を前に、人員確保の動きも始まりつつあり、人件費圧縮も困難になってきた。足元の素原材料価格上昇が最終財価格に価格転嫁ができるまではデフレ経済は持続するが、脱却時期は着実に近づいていると見られる。
- 4 このように、金融市場・金融政策を取り巻く環境は変化し始めており、今後の日銀の金融政策を巡って議論が高まりつつあり、その焦点は現行の日銀当座預金残高30～35兆円という目標をどのタイミングで引き下げるのかに絞られている。
- 5 日銀当座預金残高目標の達成自体は、「デフレ脱却」という「最終目標」に向けた単なる「手段」であり、これ自体を達成することに日銀の限りある資源を割くべきではない。また、日銀があいまいな姿勢を続けると、デフレ脱却実現前に期待先行で金利上昇が起きた場合に弊害が生じる。出口政策に向けて、「マーケットとの対話」を積極的に行う必要がある。

## 目次

### はじめに

#### 日本経済と銀行問題

#### 1 90年代後半の金融システム劣化

##### (1) 金融システム劣化の歴史的経緯

##### (2) 後手にまわった信用秩序維持政策

#### 2 最近の日本経済・金融の調整の進展

##### (1) 企業部門のリストラの進展

##### (2) 進展した金融システム健全化

#### おわりに

##### 出口政策の考え方

## はじめに

### 日本経済と銀行問題

1980年代後半のバブル経済期には、日本の金融機関の国際的なプレゼンスは大きく向上した。しかし、90年代に入りバブルが崩壊すると状況は一変、資産価格の持続的な下落、いわゆる資産デフレは銀行経営を大きく圧迫した。そして、邦銀の不良債権問題は日本経済の構造問題の象徴とも評されることになった。この間、複数の大手銀行が経営破綻し、内外からの日本の金融システムへの信認度は大きく低下し続けた。

しかし、2002年に竹中平蔵氏が金融担当大臣に就任し、それまでの裁量的な金融行政を厳格なルールに基づくものへ転換を図り、04年度末までに不良債権問題の抜本的解決をめざすことを掲げた「金融再生プログラム」を策定した。こうした政策転換や借り手企業への事業再生支援策の整備に加え、金融機関、企業の自助努力の甲斐あって、日本経済の健全な成長を阻害し続けてきた構造問題は徐々に解消する方向へと向かった。また、「デフレ脱却」と「金融シ

ステムの安定」という2つの目的が課せられた現行の量的緩和政策も、今後の景気展開次第ではあるが、転換の時期が近づきつつあると見られる。

以下では、最近の金融環境の大きな変化を前提に、今後の金融政策を展望していくことにする。

## 1 90年代後半の

### 金融システム劣化

#### (1) 金融システム劣化の歴史的経緯

まず、国際的にも優良な金融機関との評価を受けた邦銀が、なぜ90年代になると急速にそのパフォーマンスを低下させていったのか、を考えてみたい。おそらく、直接的原因として地価や株価の持続的な下落を指摘する意見が多いだろう。しかし、そうしたバブル的な資産価格上昇と崩壊を引き起こした、より根本的な問題としては、日本の金融システム固有の問題にも目を向ける必要がある。

##### a 日本の金融システムの特徴

70年代前半に、日本経済は高度経済成長

期を終えたが、それはすなわち国内の投資機会の減少を意味した。一方、徐々に豊かさを手に入れた国民の貯蓄は人口構成の変化も手伝って増加傾向をたどり続けた。その結果、80年頃を境に、日本経済は恒常的な貯蓄超過経済となり、その裏側では経常収支の大幅黒字が発生していった（第1図）。

戦後の日本経済を支えてきた金融システムの特徴として、「人為的低金利政策」「間接金融優位」「オーバーボロイング」「資金偏在」など、いくつかのキーワードが挙げられることが多い。戦後復興から高度経済成長期にかけて、企業の資金需要は非常に旺盛であったが、金融当局は大企業に対して優先的に低利の資金を供給するため、人為的な貸出金利抑制策を採用し、それは金融機関に対して大企業を中心とした信用割当を行うインセンティブを与えた。

その結果、大企業とは異なり、信用度が

劣る中小企業の資金需要は十分満たされなかった。また、地方銀行以下の地域金融機関に集まった預金のうちの一定割合はコール市場などを通じて大手銀行に集まる、といった状況であったととらえられる。このような競争制限的な規制の下では、当局は金融機関に対してレント（超過利潤）を与えていたと考えられ、規模の拡大が金融機関の利益拡大につながる構図となっていた。

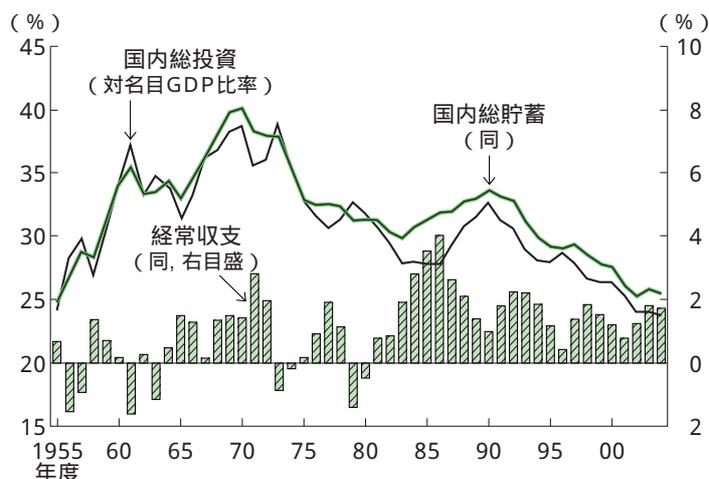
#### b 金融自由化とバブル形成

しかし、80年代以降、既に世界では大きな潮流となっていた金融自由化の流れのなかで、大企業の資金調達手段が多様化し、その結果銀行借入へのニーズは大きく低下した。折から85年9月のプラザ合意以降の急速な円高進行を契機に、日銀は当時としては前代未聞とされた公定歩合2.5%という金融緩和政策を採用していたが、この過程

で生み出された過剰流動性は徐々に株式・土地などの資産価格を上昇させていった。そうしたことも影響して、金融機関は新たな貸出先としてこぞって中小企業に着目した（第2図）。また、審査費用を軽減するため不動産担保融資の割合を増やすなど、振り返ってみれば銀行業が強みを持つはずの情報生産機能を自ら放棄する行動を取ったとされる。

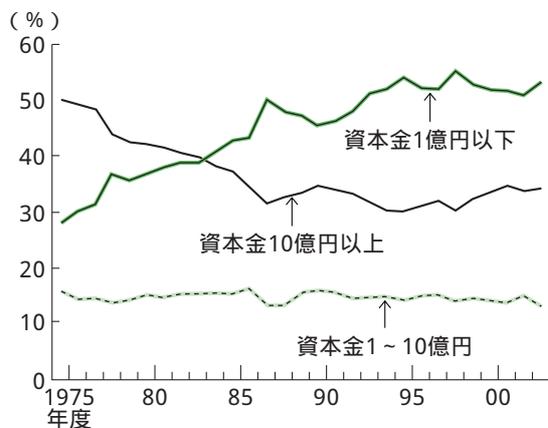
一方で、日銀は銀行貸出額、特に建設業・不動産業・ノンバン

第1図 国内総貯蓄・投資の推移(対名目GDP比率)



資料 内閣府経済社会研究所  
 (注) 国民経済計算(SNA)体系の基準は、79年度までは68SNA、80年度以降は93SNA。

第2図 金融機関借入金の企業規模別シェア



資料 財務省『法人企業統計年報』

ク向け融資が急拡大していることに対し、87年夏・秋の情勢判断資料で警戒感を表明したものの、旧西独の金融引締め政策への転換が遠因とされた87年10月のブラックマンデー（米株式市場の大暴落）といった「突発事故」の発生により、金融引締めのタイミングを逸した。そうした状況下で、資産価格は更に上昇し、いわゆるバブル経済が生み出されていった。

#### c バブル崩壊と金融システム劣化

しかし、90年以降、その状況は一変した。バブル崩壊によって資産デフレが進行していたが、しばらく辛抱すればまた右肩上がりに回帰するに違いない、という期待を抱いていたこともあり、抜本的な対応は先送りされていった。しかし、予想に反して長期にわたって資産デフレが続いたために、企業部門では次第にバランスシート調整に取り組みざるを得なくなった。このように新規の資金需要が大きく減退したこともあり、政府・日銀による大規模な景気浮揚政

策にもかかわらず、経済全体にはマネーが行き渡らず、貨幣価値が高まるというデフレの様相が強まっていった。

#### (2) 後手にまわった信用秩序維持政策

##### a 金融機関の破綻処理スキームの不備

「銀行不倒神話」なる言葉とは裏腹に、護送船団方式とされる戦後日本の金融システムの下でも小規模金融機関のいくつかは経営破綻している。しかし、80年代までは競争制限的規制の下では、規模の拡大がそのまま収益拡大につながるという構図であったことから、そうした破綻金融機関は大規模金融機関へ事業譲渡や救済合併などの形で処理され、金融システム不安が高まることはなかった。

一方、不良債権問題が金融機関経営を徐々にむしばんでいき、97年11月から98年度末にかけて日本の大手銀行・証券の一角を占める金融機関が相次いで経営破綻する事態に陥った。

ところが、当時は一定規模以上の金融機関に対する破綻処理・破綻前処理に関する法制度が未整備であり、そのこと自身が金融システム不安を相乗的に高めていった。金融機関の破綻処理（破綻前処理も含む）としては、ペイオフ方式（預金保険を使った清算）、救済合併・資産譲渡方式（預金保険機構からの資金援助を利用した救済合併や資産負債の分割処理）、ブリッジバンク方式、存続を前提にした公的資金注入、等が代表的である。しかし、97年秋にはそれに必要な法制度や公的資金の枠組みが不

足もしくは存在しておらず、結局98年のいわゆる「金融国会」で金融再生法、金融健全化法（いずれも時限立法）などが成立することでようやく形が整えられた。ただし、その後も健全行に対する公的資金注入に関しては、金融当局・銀行側ともに敬遠する傾向が続き、全般的に不良債権処理の先送りが続けられたこともあり、金融システム不安は解消されるきっかけにはならなかった。

#### b 日銀が引き受けた信用秩序維持

この結果、すでに緩和気味の政策運営を実施していた日銀は、信用秩序維持のために更なる大掛かりな緩和措置（ゼロ金利政策・量的緩和政策）の導入へと追い込まれていった。日銀法によれば、「日本銀行は（途中略）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（第1条2）」とあり、信用秩序維持政策の一翼を担っている。また、究極的には「最後の貸し手」としての役割も求められており、システミックリスクを未然に防ぐことが使命である。

しかし、金融機関の破綻処理スキームが未整備な状況下で、預金保険機構のプールした資金も底をつく事態も想定されるようになるにつれて、暗黙のうちに「量で金融システム不安を抑え込む」ということに日銀が荷担せざるを得なくなっていくと見られる。つまり、金融システム不安に伴う民間部門の流動性需要は、日銀による膨大

な資金供給によって満たされる格好で收拾が図られた面が大きい。

## 2 最近の日本経済・金融の調整の進展

金融機関の不良債権問題の裏側には、借り手企業の経営不振の問題があり、両者を一体で再生しなくては経済が縮小均衡過程に陥ってしまい根本的な問題解決にはならない、との認識から、政府は金融機関に対して「金融再生プログラム」を適用すると同時に、借り手側の不振企業に対しては産業再生機構や債権回収機構などを活用した事業再生プランを活用するように働きかけてきた。また、民間の事業再生ファンドなどを活用したものも増加する傾向にある。

もちろん、不振金融機関・企業という枠には入らないところでも、個別の血のにじむような努力が根底にあったことはいうまでもない。以下では、企業や金融機関の行動が最近どのように変化してきたかを振り返ってみたい。

### (1) 企業部門のリストラの進展

90年代は、70年頃までの高度経済成長メカニズムである「キャッチアップ」を支えてきた経済システムの歪みが一気に噴出し、その対応としてバランスシート調整に追われた時期であった。日本の経済規模は世界第二位であり、世界全体のGDPの1割強を占めており、決して小さいとはいえないが、様々な面からの「調整」は景気浮揚

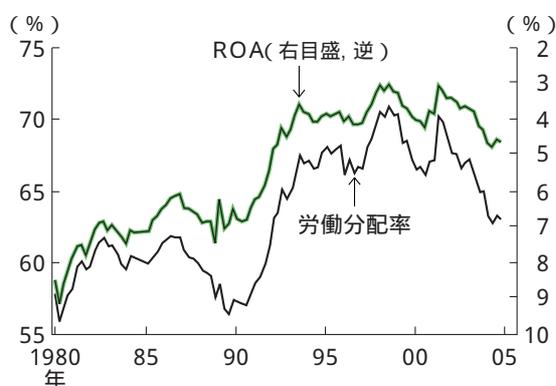
の波及効果を弱め、もしくは寸断させ、結果的に国内景気の海外経済に対する依存度を高めた、と推測される。

#### a 3つの過剰

こうしたなかで、90年代後半の日本企業では、雇用・債務・資本設備のいわゆる「3つの過剰」が重圧となり、収益が圧迫されていた。これらの過剰はそれぞれが独立したものというよりは、お互いが密接に絡み合った複雑な問題であり、日本経済のパフォーマンスの低さを象徴する問題と考えられた。例えば、過剰な雇用は労働分配率を高止まらせてきたが、それは企業収益を抑制し、資本分配率を押し下げた。その結果、総資本利益率（ROA、業務純益／総資本）は世界の優良企業と比較して、極めて低水準にとどまっていた（第3図）。

それに対し、日本とは対照的に90年代後半に高成長を続けていた米国流の企業経営手法に関心が寄せられ、導入しようという

第3図 総資本利益率（ROA）と労働分配率



資料 財務省データより作成

(注) 労働分配率 = 人件費 / (経常利益 + 支払利息・割引料 + 減価償却費 + 人件費)

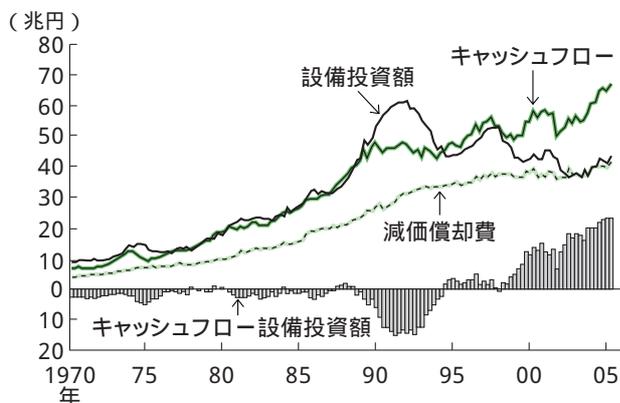
ROA = (経常利益 + 支払利息・割引料) × 4 / 総資本(期初・期末の平均)

気運が高まった。後に、米国流の経営手法もまた欠陥を抱えていたことが判明するが、銀行との株式持合い解消や銀行の抱える不良債権問題などによって、株主（ストックホルダー）よりも銀行や従業員など（ステークホルダー）を重視する日本的コーポレート・ガバナンスが見直しの対象になった。これにより、これまで採算性よりはシェア拡大を重視する経営方針をとってきた日本企業は、徐々に企業価値増大や資本効率性を重視する方針に転換しつつある。

#### b リストラの強化

この「3つの過剰」を解消するための手法として採用されたのがいわゆる「リストラ」である。本来リストラとは事業の再構築を行うことであり、スクラップ・アンド・ビルドが基本であるが、日本では単純に費用を圧縮（スクラップ）する努力だけを指していた。これにより、雇用人員は削減されるとともに、雇用形態も正規従業員からパートタイマーへとウェイトを移し、賃金上昇率も労働生産性上昇率以下に抑えた。その結果、人件費は全体として減少傾向をたどった。こうした企業のコスト削減は、労働供給をする家計にとっては収入減となることは言うまでもない。また、大手金融機関の経営統合などと絡んで、事業会社の合従連衡も活発化して業界再編が進み、製造業を中心に資本設備の圧縮が行われた。同時に、設備投資も抑制され、企業はフリーキャッシュフローを有利子負債の返済に充てるなど、債務圧縮も進行した

第4図 設備投資額とキャッシュフロー、減価償却費



資料 第3図に同じ  
(注) 全産業・全規模ベース。

(第4図)。

結果的に、04年度企業業績は過去最高となり、高止まっていた労働分配率や損益分岐点は大きく低下するなど、企業の経営体力はかなり回復したと見られる。折しも、安定株主比率が低下するなか、06年に予定されている改正会社法施行を控え、企業経営者には敵対的M & Aなど企業買収の脅威が身近に迫りつつある。そのため、今後とも資本効率の向上やキャッシュフロー増加を重視した株主価値向上を強く意識した経営姿勢を続けていく必要がある。

#### c 回復し始める設備投資・労働需要

これまで慎重さを続けてきた企業行動であるが、設備投資や雇用政策にも変化が見られ始めている。

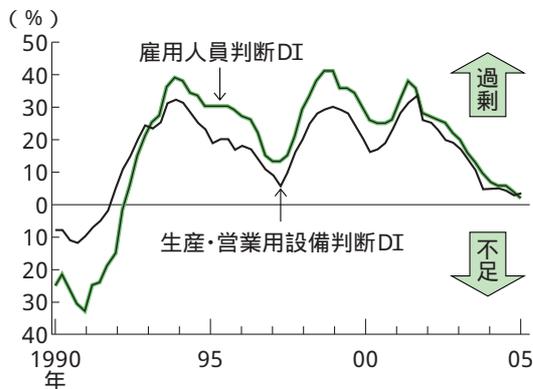
これまでの慎重な設備投資行動は同時に資本設備年齢(ピンテージ)の上昇を引き起こした。国内の民間企業部門における資本設備年齢(ピンテージ)を推計してみると、バブル崩壊後の90年代以降、企業の設

備投資行動が変化した可能性が高く、その結果資本設備の老朽化が大きく進行したことが分かる。バブル末期の91年まで企業の設備投資活動が非常に旺盛だったこともあり、一般的にピンテージは低下していたが、99~00年のITバブル期に製造業でややピンテージの上昇テンポが穏やかになったことを除けば、92年以降ほぼ一貫して上昇傾向が見られており、この10年間でピンテージが1.3倍ほど上昇している。この背景として、企業が財務リストラを余儀なくされたこと、90年代の企業の期待成長率が大きく低下し「過剰設備」が発生したこと、などを挙げるができるだろう。

ただし、このところ製造業でピンテージの上昇に歯止めが掛かっていることも注目すべきであろう。こうした背景には、海外経済の好調さ、特に東アジア経済圏との相乗効果によって素材型業種も含めて設備投資需要が活性化し始めたことに加え、同時に老朽化資本設備の減却も行っていることや、これ以上設備の老朽化が進行すれば世界的な競争上不利になるとの判断が働いた可能性が挙げられるだろう。ピンテージを低下させるためには設備投資を更に増やすか、老朽化した設備の廃棄を積極的に推し進めるしか方法はないのである。

また、日銀短観「生産・営業用設備判断DI」によると、大企業製造業では90年代以降、設備過剰感がかなり高い状態が続いていたが、最近急速に設備過剰感が薄れてきている(第5図)。これも足元の設備投資需要の活性化をサポートすると考えら

第5図 設備・雇用の過剰感



資料 日銀資料  
 (注) 大企業製造業。

れる。

生産拠点の海外移転や少子高齢化による期待成長率の鈍化など、必ずしも国内資本ストックの大幅な拡大は展望できない状況ではあるが、足元では更新需要を中心とする設備投資需要が高まってきており、数年前と比較すると企業行動はだいぶ積極化してきているように見受けられる。

また、同様にリストラの対象であった雇用についても、足元では変化が見られる。日銀短観「雇用人員判断DI」では生産設備と同様に足元で急速に過剰感が解消されている(同図)。また、07年以降に本格化する団塊世代の大量退職を前に、企業は雇用確保の傾向を強め始めている。正社員のみならずパートタイム労働者の時間あたり賃金も05年に入ってから上昇傾向が強まっており、これがデフレ脱却のきっかけになる可能性も高まっている。

## (2) 進展した金融システム健全化

### a 金融システム不安の解消

02年に竹中平蔵経済財政担当相が金融担当相を兼務して以降、それまでの先送りを半ば容認していた裁量的な金融行政を改め、抜本的に不良債権問題を解決する政策への転換を断行した。結果的に見れば、この「金融再生プログラム」採用によって不良債権問題が解決し、金融システム不安が解消したように見える。しかし、厳格なルールを採用することをコミットしたことにより、問題先送り姿勢を続けていた金融機関に不良債権処理を加速させるインセンティブを与えたことは評価できるが、多くは外部経済環境の好転に助けられた面が多いように思われる。

また、不良債権問題解決のゴールは、常に発生する可能性がある不良債権から、銀行経営や金融システムが影響を受けない体制を構築することであるが、日本では依然としてオーババンキング(銀行セクターが抱え込んでいる資源が過剰という意味)の状況が続いていることもあり、過当競争から来る預貸利ざやの薄さは解消されておらず、次回の景気悪化局面での不良債権問題再発の可能性には留意しておくべきであろう。

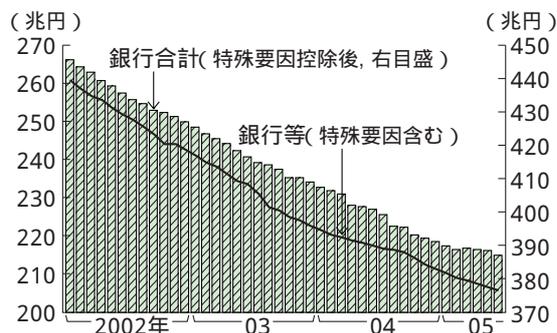
### b 下げ止まる銀行貸出・信用乗数

銀行業の本業とも言うべき貸出について見ると、「貸出・資金吸収動向」からは05年6月の時点で前年比 2.6%と98年1月以来、実に90か月連続で減少し続けている。

一方、特殊要因（貸出債権流動化、為替変動、貸出債権償却の各要因）を除くベースでの貸出残高は同 0.3%と、かなり減少率がゼロに接近しており、季節調整後ではすでに下げ止まりもうかがえる。「資金循環統計」「法人企業統計季報」等からも借り手企業では圧縮してきた金融機関借入を増やす動きが始まりつつあることが分かる（第6図）。

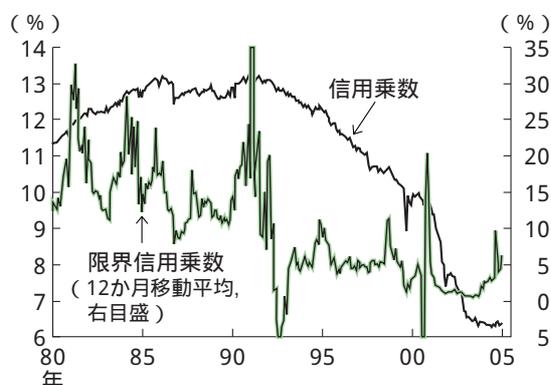
また、金融仲介機能の活性度を示すとされる信用乗数も下げ止まっているほか、銀行業株価指数（対TOPIX）も上昇傾向が続く、格付会社による格上げが実施されるな

第6図 銀行貸出残高の推移



資料 日銀資料より農中総研作成  
 (注) 季節調整は当社が実施。

第7図 信用乗数の変化



資料 日銀資料  
 (注) 限界信用乗数 =  $M^2 + CD$  の前年差 ÷ マネタリーベースの前年差、準備率調整後ベース

ど、邦銀に対する信用度は徐々にではあるが、回復が始まっている（第7図）。

### c 金融機関の新たな試み

多くの銀行では中小企業や個人向けといったリテール戦略を収益の柱に置いた経営スタンスを強めている。特に、中小企業向け金融に関しては、この数年、新しい動きが出てきている。その代表的な取組みとしては、各都道府県の信用保証協会が保有する企業信用情報データベースを活用したクレジット・スコアリング、シンジケート・ローンの活用、中小企業向け貸出債権を担保とする証券化、コベナンツ（財務制限条項特約）付き融資などの無担保・第三者保証不要のビジネス向けローンの展開などを挙げることができる。こうした動きによって、信用リスクに応じた適正なスプレッドを反映した金利設定への動きが本格化しようとしている。

特に、証券化の動きに関しては、史上まれに見る金融緩和を採用したにもかかわらず、実態経済への波及効果があまりないことに悩む日銀によって全面的にサポートされている。日銀は時限的ながら中堅・中小企業関連資産を主たる裏付資産とする資産担保証券の買入れオペをすることで、マーケット規模の拡大をめざしている。こうしたことを通じて、これまで抜け落ちていたミドルリスク部分の価格付けを行う市場を構築して、これを通じた金融政策の効果を高めたいとのねらいもある。

一般的には、証券化を活用することによ

って、企業等は新たな資金調達チャネルを得ることができる一方で、投資家もリスク選好に応じたポートフォリオをより柔軟に構築することが可能となる。また、証券化市場の活性化は、貸出を含む金融取引についてリスクに見合ったリターンの実現に寄与し、新しいビジネスや金融先端分野の発展との相乗効果により金融機関を活性化させることに貢献することや、更には金融機関の貸出を補完するかたちで信用仲介チャネルが多様化すれば、金融システムのリスク耐性を高めることも期待されている。

### おわりに 出口政策の考え方

不良債権問題が90年代以降の日本経済に対して悪影響を及ぼした程度・大きさに関しては意見が分かれるところでもあるが、多かれ少なかれ足かせとなったことに関しては多くの専門家の間では共有された認識と思われる。それゆえ、金融システム健全化は現行の量的緩和政策の効果を一層高め、今後の景気動向にとってはプラスに働く可能性は高いだろう。

さて、こうしたなか、「デフレ脱却」と「金融システム安定」という2つの目的が課せられた日銀の金融政策を巡る議論が活発化し始めた。事の始まりは、日銀による短期資金供給オペレーションでの札割れ（応札額がオファー額に届かない状態）頻発である。根本的原因としては、金融システムの安定に伴い、金融機関の超過準備需要

が減退していることが挙げられる（もちろん、それ以外にも03年度後半の追加緩和策と政府余裕資金の存在にも注意しておく必要がある）。また、4月28日に公表された「経済・物価情勢の展望（2005年4月）」等から推測すると、日銀では、消費者物価の前年比プラスへの転換時期見通しを06年初と想定していると思われ、景気動向については05年度に続いて06年度も拡大局面が続くと予想していることが判明するなど、永らく低迷が続いていた日本経済がデフレ脱却に向けて徐々にではあるが、前進することが想定されている。つまり、上記の2つの目標の達成が見通せるところまでようやくたどり着いた可能性が高い。

現実問題として、金融機関の超過準備需要がなく、かつ将来的にデフレ脱却が実現しそうだとの予想の下で、現行の金融政策を続けることには相当無理が生じるとと思われるし、これ自体は「デフレ脱却」という「目的」に向けた「手段」に過ぎない。しかし、中長期的に見れば、貨幣量の持続的拡大は必ずやインフレ率上昇につながるということは経験的に確かめられる事実であり、決して無意味な政策を行ってきたわけでもない。貨幣需要や貨幣の流通速度が不安定となっている状況では、デフレ脱却とは無関係に見えてしまうだけである。

しかし、達成困難となりつつある「手段」の達成がいつの間にか「目的」へと変わり、それに日銀の限られた資源の多くが割かれてしまうことも避けるべきであろう。その意味では、日銀の金融政策はジレンマに陥

っているのかもしれない。

今もって量的緩和政策の評価は難しいが、時間軸効果をはじめ、金融市場や金融機関行動などに少なからぬ影響を与えてきたことは間違いないだろう。特に、金融機関に対しては調達コストを軽減させて収益拡大を下支えし、それをういて不良債権処理の進展に役立たせた。しかし、量的緩和政策の転換への思惑が高まる際には、03、04年の夏場に経験しているように、まだデフレ脱却が実現できていないにもかかわらず、長期金利は急上昇するなど、金融市場が不安定化しやすくなる。また、為替レート決定に関して貨幣的側面を重視する立場（マネタリーアプローチ）からは、日本のマネタリーベース収縮は円高要因との反応も予想され、それが現実化した際には短期的に景気抑制効果が働く可能性が高い。現行の量的緩和政策そのものがどの程度の景気浮揚効果をもたらしているのかは定かではないが、その修正もしくはそのような思惑の高まりが経済や金融市場に対しては非対称的に明確なマイナス効果をもたらすことへの警戒感は強い。

なお、05年5月19～20日に開催された金融政策決定会合では、当座預金残高目標そのものは据え置かれたものの、金融機関の資金需要が極めて弱いと判断される場合には目標割れも容認することを決定した。福井日銀総裁は、これは量的緩和政策の変更を意味するものではなく、単なる技術的対応であることを強調しているが、一方で残高目標引下げに積極的な政策委員の発言を聞く機会もあり、マーケットでは残高目標引下げなどの政策転換に関してやや疑心暗鬼になっている面もある。それゆえ、00年8月に市場との対話を十分に行うことなしに、半ば独善的に断行されたゼロ金利政策解除時の教訓を生かして、日銀は市場との対話構築を十分にし、スムーズにポスト量的緩和政策への移行、つまり「出口政策」を進めていくことが求められるだろう。

<参考文献>

- ・田中隆之（2002）『現代日本経済』日本評論社
- ・西村吉正（2003）『日本の金融制度改革』東洋経済新報社
- ・南武志（2005a）「日本経済の構造変化と企業・家計の対応」『総研レポート』16調2No.6
- ・南武志（2005b）「日本の金融環境の変化と金融政策の展望」『総研レポート』17調2No.1

（主任研究員 南武志・みなみたけし）

