

ゼロ金利政策の教訓

桃山学院大学 木村二郎

本報告では、1999年2月12日から2000年8月11日にかけて採用された「ゼロ金利政策」の意義と限界を整理して、金融政策に対する貨幣数量説の立場からの過大な期待に根拠がないことを明らかにしたい。まず、ゼロ金利政策の下で現実化した緩やかな景気回復に貢献した諸要因を整理してみよう。第1に、金融システム不安からの脱却のための措置が実施され、金融機関の資本基盤を強化するための公的資金の投入や破綻処理を円滑に進めるための法的枠組みが整備された。第2に、マクロ経済政策すなわち財政政策と金融政策(ゼロ金利政策)が実施された。第3に、米国・欧州の景気拡大とアジアの景気回復などの海外経済の好転があげられる。第4に、IT産業を中心にした設備投資が拡大した。このうち、マクロ経済政策のひとつとして実施されてきたゼロ金利政策の景気回復に対する貢献はどのように評価されるべきであろうか。

中央銀行が直接的に操作可能なのは、コールレート翌日物だけである。しかし、99年4月に、「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継続するとアナウンスすることによって、早期解除はないという期待を生み出して、短期金利だけではなくターム物や1年以上の長期金利も低めに誘導した(「時間軸効果」)。このことが、危機的状況を緩和して、景気持ち直しのきっかけを作ったといえよう。国債価格暴落＝長期金利急騰が景気底割れをもたらしかねない中で、緊急避難措置としてのゼロ金利政策が金利の高騰を止め、金利を低めに誘導したのである。潤沢なベースマネーの供給によって流動性危機を防止しつつ、「時間軸効果」を通じて長期金利も含めた金利全体を低めに誘導することによって、実物経済自体が持つ自律的回復能力が働き出すまでの猶予時間と環境を創出したのである。ここにゼロ金利政策の意義があるのであって、それ以上でも以下でもない。