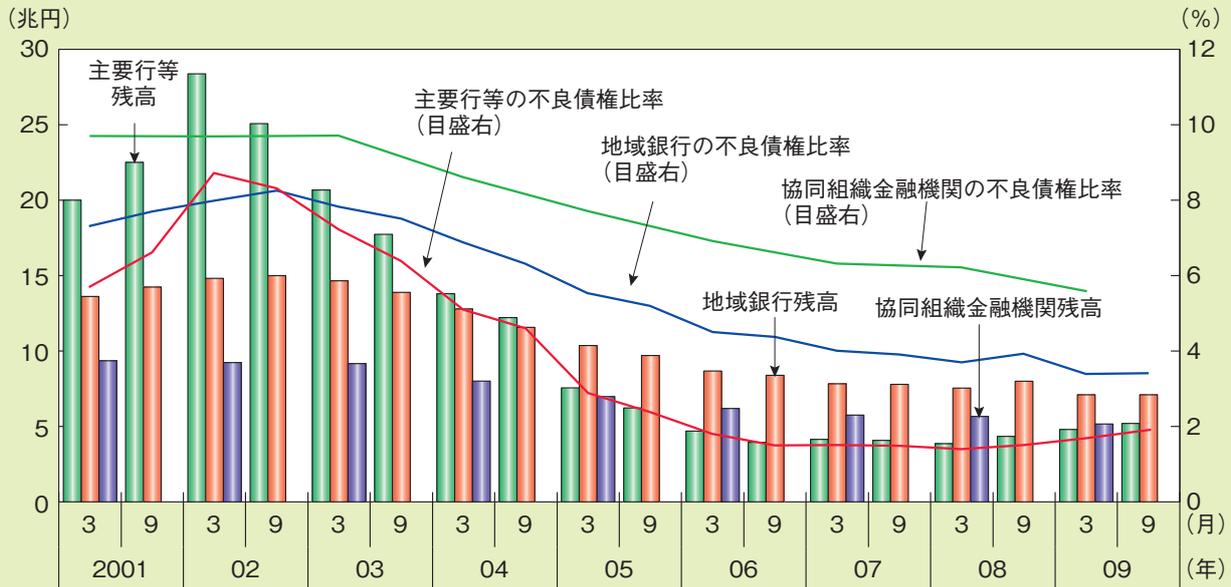


第1-2-25図 金融機関の自己資本比率及び不良債権比率の推移

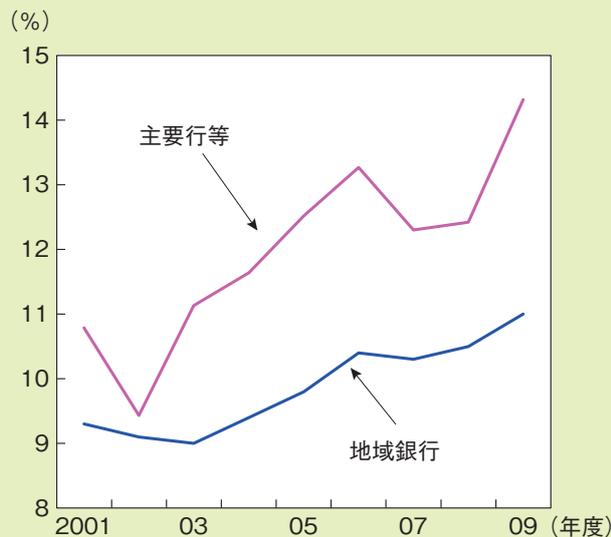
不良債権比率は低下してきたが、このところ主要行等でわずかに上昇
自己資本比率は上昇しているものの、ティア1比率は欧米に比べ低い水準

(1) 不良債権比率の推移



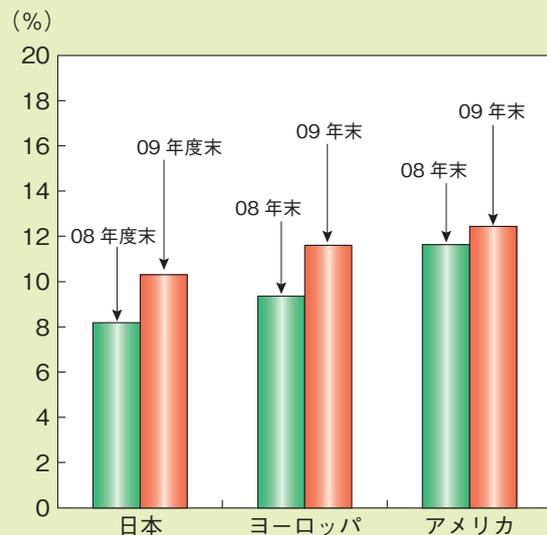
- (備考) 1. 2008年9月期までは、金融庁「金融再生法開示債権等の推移」により作成。
2009年3月期・9月期は、金融庁「主要行等の平成21年9月期決算状況(単体)〈速報ベース〉」
「地域銀行の平成21年9月期決算の概要」により作成。
2. 主要行等の計数は、都銀・旧長信銀・信託の合計。
3. 地域銀行の計数は、2003年3月期以降、埼玉りそな銀行を含む。
4. 不良債権比率 = 金融再生法開示債権 / 総与信
金融再生法開示債権とは、破産更生等債権、危険債権、要管理債権の合計で、98年10月に施行された金融再生法の規定に基づいている。

(2) 自己資本比率の推移



- (備考) 1. 金融庁「主要行等の決算状況(単体)〈速報ベース〉」、「地域銀行の決算の概要(速報集計値)」により作成。
2. 2007年3月期よりバーゼルIIに基づき算出。
3. 2009年度の計数は9月期決算ベース。

(3) ティア1比率の比較



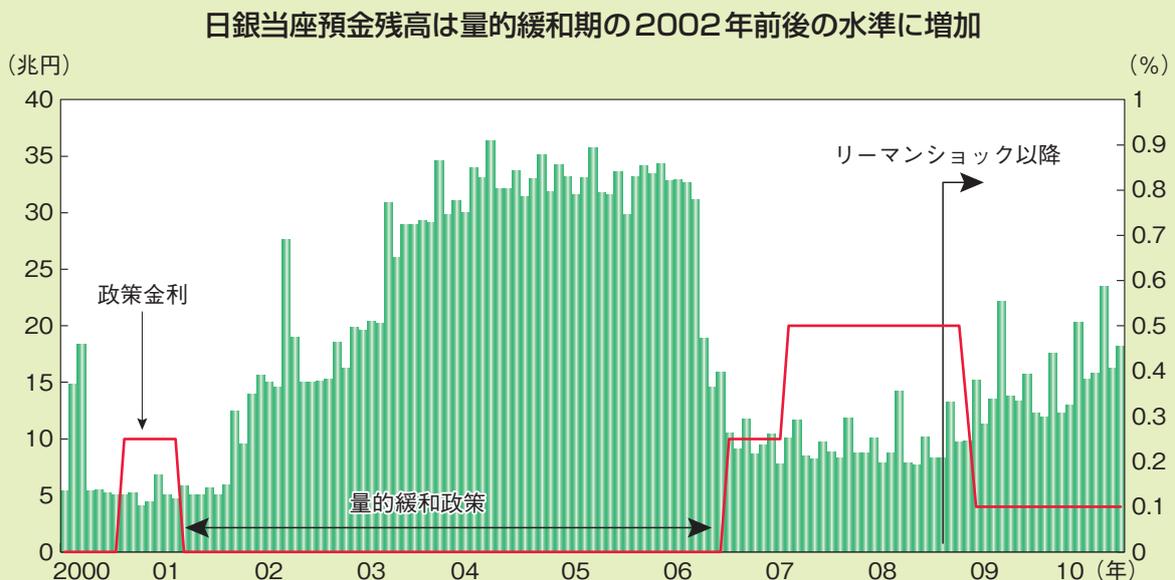
- (備考) 1. 各行公表データにより作成。
2. 図は各行の公表データの平均値。日本は7行、アメリカは15行、ヨーロッパは15行。内訳は、英国、ドイツ、フランス、スイス、オランダ、スペイン、イタリア、ベルギー。

種々の措置を講じてきた。その後、景気は持ち直し局面に入り、金融政策も各種の政策効果を見守る状況が続いてきた。しかし、11月下旬において、いわゆるドバイショックを契機として国際金融市場に再び動揺が走るとともに、日本においても円高や株安が生じ、金融市場の脆弱性が再認識された。また、政府が月例経済報告において、我が国は「物価動向を総合してみると、デフレ状況にある」と判断したのもこの時期であった。こうしたなか、日本銀行においても、我が国経済がデフレから脱却し、物価安定の下での持続的な経済成長を実現するための追加緩和策等を行っている。

第一に、2009年12月1日、臨時の金融政策決定会合を開催し、金融緩和の一段の強化策として、新しい資金供給手段を導入し、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標水準と同じ0.1%の固定金利で、期間3か月というやや長めの資金を潤沢かつ安定的に供給することを決定した。量が制約となって金融機関の行動が制約されることがない状況を作り出すとしており、「広い意味での量的緩和」とも呼ばれている²³。2001年3月から2006年6月まで続いた「量的緩和政策」は、日銀当座預金残高を操作目標とする政策であった。それに対し、現在の政策は、潤沢な資金供給という意味では同じであるが、当座預金残高を目標にはしていない。しかし、当座預金残高の推移を見ると、2010年4月時点において、2002年前後の量的緩和政策期の水準まで拡大している（第1-2-26図）。

第二に、12月18日の金融政策決定会合において、「中長期的な物価安定の理解」の意味する

第1-2-26図 日銀当座預金残高の推移



(備考) 1. 日本銀行により作成。

2. 日本銀行は、2001年3月19日に調整目標を「無担保コールレート」から「日銀当座預金残高」へ変更、残高目標を「5兆円程度」とした。その後、順次目標額を切上げ、2003年5月には「27～30兆円程度」とした。

注 (23) 2009年12月1日白川総裁記者会見。

ところを明確化した。中長期的に見て物価が安定していると理解する物価上昇率を「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている」とし、ゼロ%以下のマイナスの値は許容していないこと、中心は1%程度であること、などを文書で示し、「中長期的な物価安定の理解」を明確化した²⁴。こうした金融政策の一連の動きを受け、市場では低金利の長期化観測が生じ、また、金利低下による日米金利差の拡大などを背景に円ドルレートが円安方向に動くこともあった。

第三に、2010年3月17日には、企業金融支援策の一部（企業金融支援特別オペ）が3月末で完了することなどを踏まえ、上記の固定金利方式の共通担保資金供給オペレーションの金額を10兆円程度から20兆円程度に増額することを決定した。また、6月15日には、成長基盤強化を支援するための資金供給の枠組みの導入を決定している。

● 2009年12月以降、低金利の長期化観測が強まる

以上の金融政策の動きを踏まえ、市場がどのように反応したか見てみよう。ここでは、ユーロ円3か月金利先物の動向から、追加的な金融緩和等の措置を受け、市場参加者の先行きの見方がどのように変化したかを検討する（第1-2-27図）。

第一に、市場が予想する実質ゼロ金利政策の継続期間は、追加緩和策等が決定された2009年12月に長期化した。リーマンショックの1年前程度におけるユーロ円3か月金利先物の平均値（0.85%）を当時の政策金利（0.5%）に対応する先物平均金利とみなし、ユーロ円先物金利で描いたイールドカーブにおいてその金利を上回る限月までを現行金利の継続期間とみなすと、2009年12月以降は4年を超える継続期間となった。先物金利から見る限り、市場は、現在のような実質ゼロ金利政策から0.5%程度の利上げに転じるまでには、4年以上かかると見ていることになる。

第二に、低金利の長期化観測は、リーマンショック後、2008年10月に政策金利を0.5%から0.3%に引き下げたときから高まり始めたが、2009年12月の追加的な金融緩和等を受け、さらに大きく上昇した。リーマンショック後の金融市場の動揺時を上回る、低金利の長期化観測が生じたことになる。この意味では、危機対応モード時よりも現在の政策態度の方が、市場には低金利の長期化シグナルとして受け止められていることになる。「広い意味での量的緩和」や「中長期的な物価安定の理解」の明確化等によって、日本銀行のデフレ脱却に向けた確固たる姿勢を市場に示したことが、低金利の長期化観測につながったと考えられる。

第三に、インプライド・フォワード・レート（現時点での市場金利を前提とした将来の特定期間に対応する金利）から、市場参加者の将来の予想金利を見ると、2009年12月に低下したことが分かる。2009年11月と同年12月の1年物インプライド・フォワード・レートを比較すると、1年先から7年先の予想金利において低下している。8年先や9年先の予想金利は変化し

注 (24) 以前（2009年4月）は、「消費者物価指数の前年比で0~2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、1%程度となっている」としていた。

第1-2-27図 金利先物の動き

(1) 先物金利から推計される金融緩和期間

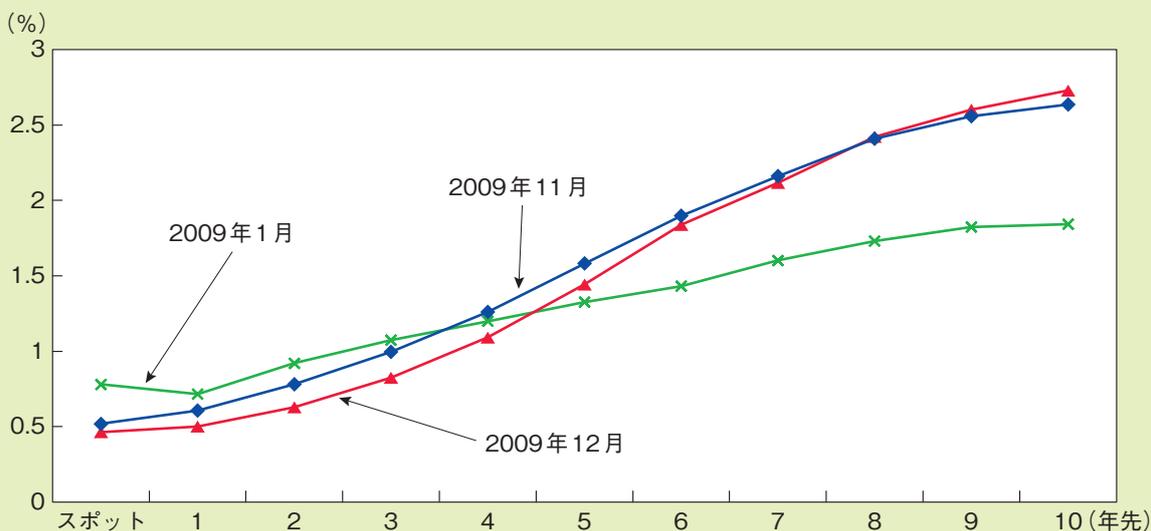
2009年12月以降、低金利の長期化観測が高まる



- (備考) 1. 東京金融先物取引所資料により作成。
 2. ユーロ円3か月金利先物のイールドカーブにおいて、2007年10月～2008年8月までのユーロ円3か月物金利の平均値を上回る時点までを、予想される金融緩和の継続期間とした。

(2) インプライド・フォワード・レート

追加金融緩和後、将来の予想金利が低下



- (備考) 1. Bloombergにより作成。
 2. フォワードレートは、スワップレートより月中平均の値を用いて算出した。

ていないため、12月の追加金融緩和等は1年から7年程度の「やや長め」の期間の予想金利を押し下げたことがうかがわれる。

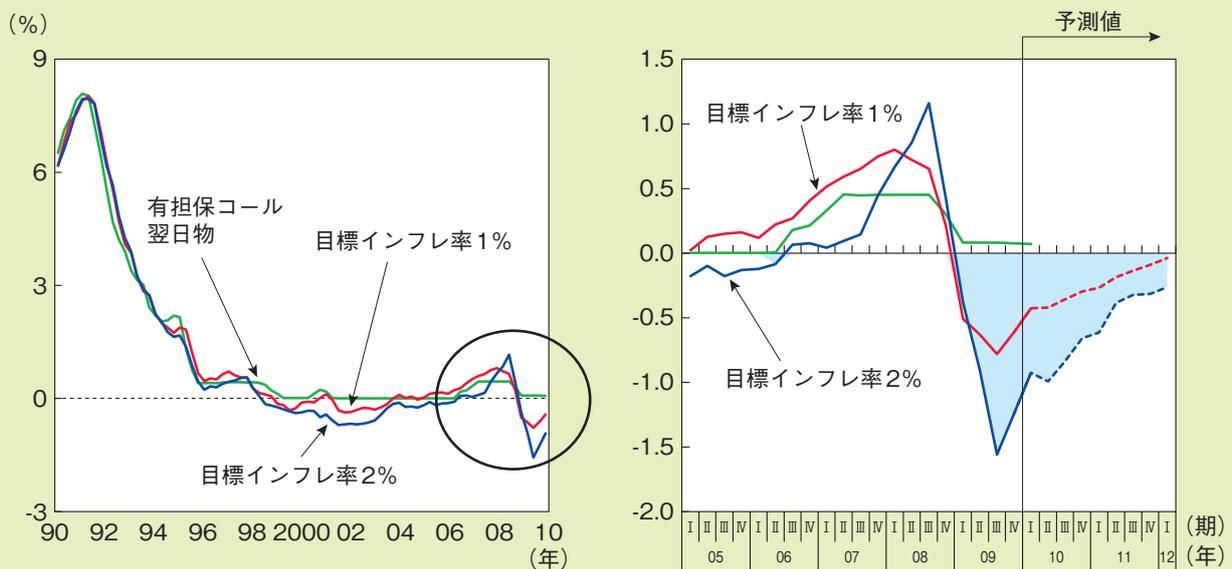
なお、リーマンショックから日が浅い2009年1月のインプライド・フォワード・レートと比べると、5年先以降の予想金利が上昇している。同年春以降の景気の持ち直しとともに、将来の成長期待にやや楽観的な見方が広がっていることが示唆される。

●物価と景気の両面において、金融政策による下支えが不可欠

今回の景気持ち直しは、デフレ状況の下での持ち直しという特徴がある。また、景気は自律的回復には至っておらず、その足取りは依然として脆弱というべきだろう。こうした状況の下、金融政策においては、より一層、物価と景気の両面を見据えた対応が求められている。最後に、政策の一つのベンチマークとしてテイラー・ルールを用い、現実の物価・景気動向と将来の予想から推計される政策金利の試算値がどの程度になるか確認しよう（第1-2-28図）。なお、推計においては誤差が伴うこと、前提の置き方などによって結果は大きく異なる可能性があることから、結果は相当の幅を持って解釈すべきである。

第1-2-28図 テイラー・ルールによる金利試算

物価と景気の両面において金融政策による下支えが不可欠



- (備考) 1. テイラー・ルールとは、政策金利が a) 現実のインフレ率の望ましいインフレ率からのかい離、b) 現実のGDPの潜在GDPからのかい離 (GDPギャップ) に対応して調整されているという考え方である。ここでは消費者物価指数 (除く生鮮、消費税調整済み) と内閣府推計のGDPギャップを用いて、1.0%と2.0%の目標インフレ率を仮定し、それらについての目標金利を推計した。詳細は、付注1-3。
2. 推計期間は、96年以降の低金利政策の期間を除いた、83年第1四半期から95年第4四半期。無担保コールレートではなく、長期の系列が利用可能な有担保コールレートを用いて推計したが、両者はほぼ同じ動きをしている。
3. 予測値は、ESPフォーキャスト調査 (2010年6月10日) による実質GDP成長率、消費者物価変化率の予測平均値を用いて試算。潜在成長率と金利のスムージングのために用いる前期の金利実現値は2010年第1四半期の値をそれぞれ延伸した。

第一に、本推計による政策金利の試算値は、現在ではマイナスである。現実の金融政策においては、名目金利をゼロ%以下にできないという非負制約があるが、物価と景気の現状から機械的に算出される金利水準はマイナスという推計になった。過去にも金利の試算値がマイナスとなった時期はあり、例えば、99年のゼロ金利政策時や2001年3月から2006年3月までの量的緩和政策期において、その例が見られる。いずれも政策金利は下限に張り付いていた時期である。

第二に、先行きについて民間エコノミストの予測平均値を基に試算すると、金利試算値のマイナスが今後2年程度継続する結果となっている。景気については、今後1年程度、1%台半ばの実質成長率が続くことが予測されているものの、景気改善が物価に影響を与えるまでには時間がかかることなどから、物価上昇率は今後2年程度はマイナスが続くと予想されている。このため、金利試算値のマイナス幅は徐々に縮小するものの、依然としてマイナス圏内にとどまる結果となっている。物価と景気の両面において金融政策による下支えが必要であることが示されている。

第三に、金利の試算値は、マイナスのGDPギャップと物価下落の両面によって押し下げられているが、どちらの影響がより大きいかは、想定目標インフレ率をどの程度にするかに依存する。現在のようなデフレ期においては、当然、1%の物価上昇率よりも2%の上昇率を目標とする方が、現実と目標との乖離が広がり、理論上の金利水準は低く算出される。金利設定においては、どの程度の物価上昇率を想定して政策運営を行うかが重要ということもできよう。

第3節 財政を巡る論点

本節では、財政の現状と今後の課題について、三つの視点から検討する。一つは、財政の持続可能性の視点、二つ目は、長期金利の上昇リスクと財政再建の経験則という視点、三点目は経済社会のニーズの変化の視点である。順次検討しよう。

1 財政の現状と持続可能性

最初に、構造的財政収支や基礎的財政収支、債務残高の動向を概観し、日本の財政状況が置かれている厳しい状況を確認する。具体的には、「財政収支悪化の原因は何か」「債務残高のGDP比を押さえ込むには何が必要か」「財政の持続可能性をどう評価するか」といった論点に答える。