

上昇率が実現されなかったとみられる<sup>21</sup>。2000年代年央は労働生産性の変化に見合った実質賃金の上昇が発生せず、生産性上昇の果実を労働者が十分に享受できなかった可能性もある。

### 3 デフレと金融政策

これまで、デフレとその背景にある期待や需給ギャップの動きに加え、物価と深くつながっている賃金の動きを見てきたが、ここでは、デフレ状況下において採られた金融政策について概観し、それらの効果等について検討していく。

#### (1) 金融政策の動向

##### ●金融政策は緩和措置を拡大

リーマンショック以降、日本銀行は誘導金利をゼロ近傍まで下げ、2年以上に渡って固定金利オペや包括的な金融緩和策の実施を続けている（第1-2-19表）。

例えば、2009年12月からは日銀適格の担保を基に3か月物の貸出を誘導目標水準で行う固定金利オペを導入した。2010年8月には6か月物も導入し、かつ、融資枠は当初の10兆円程度から3度に渡る拡大により、2011年8月時点には35兆円程度となった。2012年4月には6か月物が5兆円程度減額され、4月時点の融資枠は30兆円程度となっている。

また、2010年10月には、「包括的な金融緩和政策」として、1) 金利誘導目標<sup>22</sup>を0~0.1%に引き下げ、2) 「中長期的な物価安定の理解」<sup>23</sup>に基づき、「物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく」として時間軸を明確化、3) 多様な金融資産の買入れと固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションを行うため、臨時の措置として、バランスシート上に後述する基金を創設、の三点を決定した。これらの措置の狙いは、長めの市場金利の低下と各種リスクプレミアムの縮小を促進することであり、足下は実質的にゼロ金利であるものの、やや長めの金利の低下を促すという趣旨であると解される。

また、2012年2月14日には、資産買入等の基金を10兆円程度増額するとともに、「消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域にあると判断しており、当面は1%を目途」とする「中長期的な物価安定の目途」を示し、当面、消費者物価指数の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していくことを決定した。後に示すように、こうした物価安定の数値表現の明確化には、一定の金融緩和効果が見られた。

注 (21) なお、雇用者比率変化を加味した上で労働分配率を一定にする賃金上昇率（理論値・家計最終消費支出デフレーターで実質化）と、実際の賃金上昇率を比較してみると、足下ではばらつきがみられるものの、1999年から2007年にかけてはいずれも実際の上昇率が理論値を下回っている。

(22) 無担保コールレート（オーバーナイト物）。

(23) 日本銀行は、2010年10月時点において、「中長期的な物価安定の理解」について「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」としていた。

第1-2-19表 金融政策の動き

金融政策は緩和措置を拡大

	無担保 コール翌日物	国債買入れ月額	固定金利オペ（注2）	資産買入れ	その他
2008年10月31日	0.5%→0.3%				
12月19日	↓ 0.1%	↓ 1兆2000億円 →1兆4000億円			
2009年3月18日		↓ 1兆8000億円			
12月1日			固定金利オペ導入 3ヵ月、10兆円		
12月18日			↓		「中長期的な物価安定の理解」の明確化CPI の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、 1%程度を中心と考えている。
2010年3月17日			3ヵ月、20兆円に拡充		
6月15日			↓		成長基盤強化支援策導入（3兆円）
8月30日			6ヵ月、10兆円追加 （計30兆円）		
10月5日	↓ 0~0.1%			資産買入等の基金（注3）創設 ↓ 資産買入導入 5兆円	「包括的な金融緩和政策」の実施 ①金利誘導目標の変更 （0.1%→0~0.1%） ②「中長期的な物価安定の理解」に基づく時 間軸の明確化 ③資産買入等の基金の創設
2011年3月14日				↓ 5兆円追加 （計10兆円）	
4月28日					被災地金融機関を支援するための資金供給オ ペレーション導入
6月14日					成長基盤強化支援資金供給における新たな貸 付枠の設定（5000億円）
8月4日			6ヵ月、5兆円追加 （計35兆円）	↓ 5兆円追加 （計15兆円）	
10月27日				↓ 5兆円追加 （計20兆円）	
2012年2月14日				↓ 10兆円追加 （計30兆円）	「中長期的な物価安定の目的」の導入 CPIの前年比上昇率が2%以下のプラスの領 域にあると判断しており、当面は1%を目的。 当面、CPIの前年比上昇率1%を目指して、 それが見通せるようになるまで、強力に金融 緩和を推進していく。
3月13日					成長基盤強化支援供給の拡充・延長 （3兆5000億円→5兆5000億円） 被災地金融機関支援供給の延長
4月27日			6ヵ月、5兆円減額 （計30兆円）	↓ 10兆円追加 （計40兆円）	

- （備考） 1. 日本銀行公表資料により作成。  
 2. 「固定金利オペ」とは、金融市場に資金を供給するための公開市場操作のことであり、無担保コール  
 レート＜オーバーナイト物＞の誘導目標水準0.1%と同じ超低金利にて金融機関に貸し出す仕組み。  
 担保は国債、社債、CP、証貸債権など全ての日銀適格担保（共通担保方式）。  
 3. 「資産買入等の基金」とは、日本銀行のバランスシート上にあるものの、区分管理されることから、  
 従来の国債買入れとは別に扱われている。

### ●資産買入枠の拡大とともに買入残高も増加

さて、上記の3)の資産買入等の基金については、当初は5兆円程度の資産買入規模を5度に渡って拡大し、現在では40兆円程度となっている。様々なタイプの資産を中央銀行自ら購入することで、リスクプレミアムの低減と流動性の供給により市場の安定を意図している。具体的には、長期国債、国庫短期証券、民間のコマーシャルペーパーや社債、さらにはETFやREIT等、各々に上限額が設定されているが、長期国債の買入枠は、2012年末までに24兆円程度、13年6月末までに29兆円程度と大きい。上限まで買入れるという条件からは、2012年末までは月当たり約2.1兆円、13年初めから6月末までは約1.0兆円のペースで長期国債の買入を行うこととなる<sup>24</sup>(第1-2-20図)。

### ●資産増加に対応して負債も増加

資産側に基金を設定してバランスシートを拡大した効果は負債側にも表れており、2009年以降、マネタリーベースが高めの伸びとなっている(第1-2-21図(1))。大震災直後には日本銀行が金融システム安定化の観点から大量の資金供給を行ったことから20%近い伸び率となったが、その後は震災前の動きに戻っている。一方、マネーストック(M3)は緩やかな増加傾向が続いている。マネタリーベースとマネーストックの比である貨幣乗数は、2009年のリーマンショック以降、積極的なマネタリーベースの伸びに対してマネーストックの伸びが緩やかであったことから低下傾向が続いている(第1-2-21図(2))。これを現金預金比率、準備預金比率の変化に分解すると、低下傾向は金融部門における準備/預金比率の低下(預金の増加)によって生じていることが分かる。ただし、2011年5月以降は当座預金の寄与が低下することでマネタリーベースの伸びが鈍化する一方、マネーストックはあまり変化していないことから、貨幣乗数は下げ止まっている(第1-2-21図(3))。

## (2) 金融政策によるデフレ対応

### ●資金繰りは緩和気味に推移したが、金融環境は改善せず

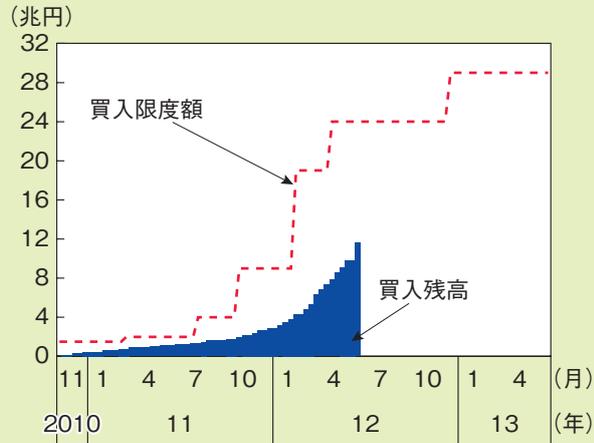
過去10年程度の金融環境について、実質実効為替レートと実質短期金利の加重和により緩和程度を表現した指数(MCI)で見ると、2000年から2008年のリーマンショックまでの間は緩和基調が続いていた(第1-2-22図(1))。これは、専ら実質実効為替レートの下落によって実現していたため、その後生じた為替の反転とともに、基調は引締方向へと変化した。2009年からは、強まるデフレの影響により、国内要因である実質短期金利も引締めに寄与することになった。

注 (24) なお、日本銀行は上記の基金とは別に、年間21.6兆円(月当たり1.8兆円)の長期国債を買入れており、これを合わせると2012年末までは月当たり約3.9兆円、13年初めから6月末までは約2.8兆円の長期国債を買入れることとなる。

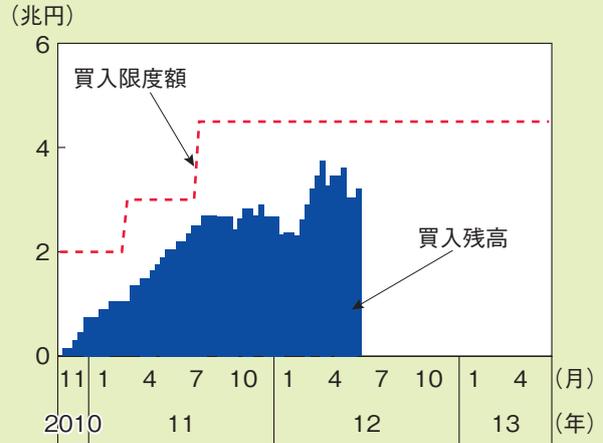
第1-2-20図 日本銀行による資産買入れの進捗状況

資産買入等の基金を通じて長期国債を中心に金融資産の買入れが進む

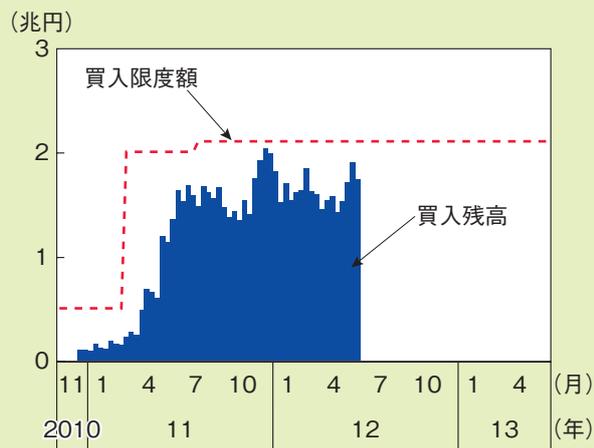
(1) 長期国債



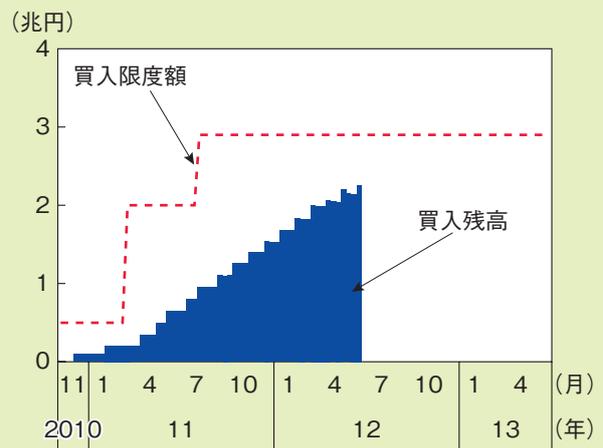
(2) 国庫短期証券



(3) CP等



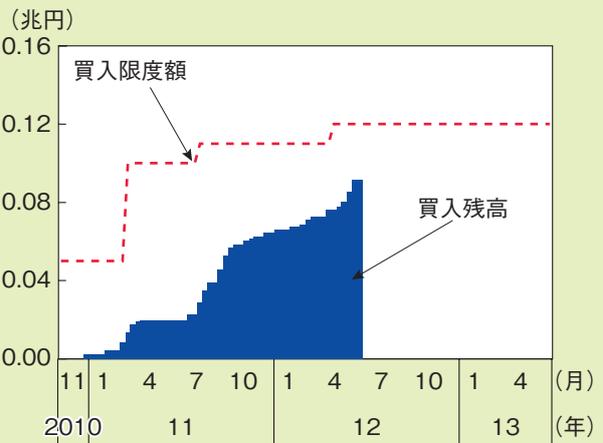
(4) 社債



(5) ETF



(6) J-REIT



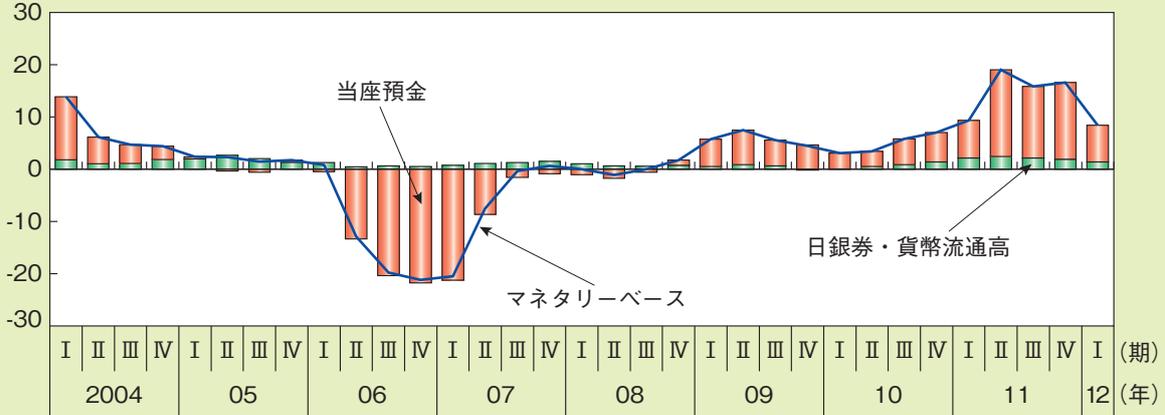
(備考) 日本銀行「営業毎旬報告」等により作成。グラフは6月20日までのデータ。

第1-2-21図 マネタリーベースとマネーストックの動向

貨幣乗数は低い伸びが続く

(1) マネタリーベース変動の要因分解 (前年比)

(前年比、寄与度、%)

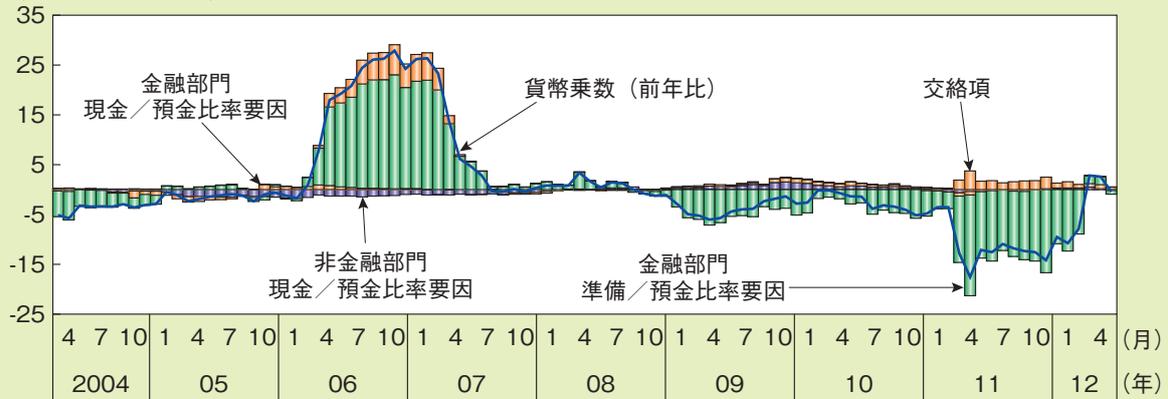


(2) マネーストックとマネタリーベースの比較



(3) 貨幣乗数変動の要因分解

(前年比寄与度、%)



(備考) 1. 日本銀行「マネタリーベース」、「マネーストック」により作成。  
 2. 貨幣乗数 = M3 / マネタリーベース。  
 3. 貨幣乗数の要因分解は付注1-7のとおり。