

## CARF ワーキングペーパー

CARF-J-056

### バブル崩壊後の金融市場の動揺と金融政策

東京大学大学院経済学研究科

福田慎一

2008年10月

❁ 現在、CARFはAIG、シティグループ、第一生命、日本生命、野村ホールディングス、みずほフィナンシャルグループ、三井住友銀行、三菱東京UFJ銀行、明治安田生命（五十音順）から財政的支援をいただいております。CARFワーキングペーパーはこの資金によって発行されています。

CARFワーキングペーパーの多くは  
以下のサイトから無料で入手可能です。

[http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/workingpaper/index\\_j.cgi](http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/workingpaper/index_j.cgi)

このワーキングペーパーは、内部での討論に資するための未定稿の段階にある論文草稿です。著者の承諾無しに引用・複写することは差し控えて下さい。

The Role of Monetary Policy under Financial Turbulence:  
What role did the quantitative easing policy play in Japan?

Shin-ichi Fukuda (University of Tokyo)

**Abstract**

Under the financial turbulence, the Bank of Japan (BOJ) had launched a series of unprecedented monetary policies in the late 1990s and the early 2000s. The policies were not effective under liquidity trap from a view point of classical macroeconomics. However, they were powerful in providing ample liquidity to the short-term money market. In the first part, we investigate what role the BOJ played as the lender of last resort and as the lender of so-called Lombard lending facility. The BOJ had played an important role as the lender of last resort until the early 2000s but it lost its role under the quantitative easing policy. In the second part, we explore how effective the unprecedented monetary policies were in stabilizing intra-daily call market. Even under the zero interest rate policy, some overnight loans were transacted at the interest rates that were significantly higher than 0%. In contrast, risk premiums almost disappeared in the short-term financial market under the quantitative easing policy. This was particularly true when the BOJ intensified its quantitative easing policy. We show that the extreme monetary policy was useful in improving macroeconomic performance such as average stock prices.

# バブル崩壊後の金融市場の動揺と金融政策\*

福田慎一（東京大学）

## 要旨

本稿では、金融システムに深刻な問題が発生した 1990 年代後半から 2000 年代前半にかけての日本経済における金融政策のあり方を、プルーデンス政策という観点から再検証する。この時期、日本銀行はかつてない超低金利政策を実施した。「流動性の罨」のもとで、オーソドックスな金融政策がもはや有効でなくなった状況下で、極端な金融政策がいかなる効果をもたらしたかはいまだ議論が収斂したとは言い難い。

分析では、まず 1990 年代半ばから後半にかけて実施された日銀特融やロンバート型貸出のあり方を、局面ごとにピックアップし、その効果を考察する。次に、日中のコールレートの最高値と最安値の差（スプレッド）がリスク・プレミアムを反映して発生することに注目し、それがゼロ金利政策期や量的緩和政策期と、それ以外の期間でどのような違いがあるかを検討する。そして、当時の日本銀行の施策が、金融システムなど当時の日本経済の安定にどのような影響を与えたのかを、スプレッドの縮小が株価へ正の影響を与えたことを示すことによって考察する。

超低金利政策は、短期金利の誘導目標を 0% に近づけるだけでなく、コール市場で発生するスプレッドを縮小させる上で有効であった。とりわけ、量的緩和政策は、コールレートのスプレッドを大幅に縮小させ、コール市場の取引からリスク・プレミアムをほぼ取り去った。したがって、量的緩和政策などの究極の金融政策は、結果的に株価上昇のような経済全体のパフォーマンスの改善に役立った可能性が高い。究極の金融政策は、本来マーケットメカニズムで淘汰されるべき金融機関にモラルハザードを生み出す。しかし、それと同時に、市場の流動性リスクや信用リスクを減少させる上で極めて効果的である。本稿の結果は、超金融緩和政策はさまざまな問題点はあったものの、後者の役割が、特に量的緩和政策において、重要であったことを示唆するものである。

---

\* 本稿は、内閣府「バブルデフレ研究：金融政策、物価分科会分科会」の報告会に準備された草稿を加筆・修正したものである。本稿をまとめるにあたっては、報告会の参加者からのコメントが大変有益であった。

## 1. はじめに

バブル崩壊前後の金融政策のあり方を概観した場合、当時の金融政策のあり方については比較的幅広く論点整理がなされている（たとえば、香西・白川・翁[2001]）。バブル期に金融緩和を継続したことやバブル崩壊後の金融緩和のタイミングが遅れたことなど、少なくとも後知恵で考えた場合の反省点に関しては、今日、ある種のコンセンサスが得られているといえる。しかし、不良債権問題が顕在化し、金融システムの健全性に深刻な問題が発生した 1990 年代後半から 2000 年代初頭に関しては、必ずしも当時の望ましい金融政策のあり方に関してコンセンサスが得られているわけではない（たとえば、小宮・日本経済研究センター(2002)、浜田・堀内・内閣府経済社会総合研究所 (2004)、植田(2005)、白川(2007)、Ito and Mishkin(2006)などを参照)。

表 1 にまとめられているように、1998 年以降、日本銀行はかつてない超低金利政策を行った。特に、2001 年 3 月には量的緩和政策が導入され、その後、当座預金残高の目標値の度重なる引き上げ、長期国債買い入れの増額、株の買い取り、資産担保証券の買入れなど、極端な金融政策がさまざまな形で実施された。「流動性の罨」のもとで、オーソドックスな金融政策がもはや有効でなくなった状況下で、これら極端な金融政策がいかなる効果を日本経済にもたらしたかは、いまだ議論が十分に収斂したとは言い難い。

この時期の金融政策に関しては、「デフレ」をめぐる一連の議論がある。確かに、1990 年代半ば以降の日本経済では、他の先進国と比較して、過去の日本経済の経験と比較しても、きわめて物価が安定していた時期であった。しかも、日本銀行が超低金利政策や量的緩和政策を採用して以降、物価（CPI）は上昇するどころか、下落することすらあった。なぜこの時期に物価が安定していたのかは、フィリップス曲線のフラット化の問題とも関連して、それ自体興味深いテーマである<sup>1</sup>。また、日本銀行が将来の金融政策にコミットメントを行ったことによる「時間軸効果」も、重要な研究対象である<sup>2</sup>。

しかし、結果的には、日本における物価下落は、わずかなものであった。M1 と名目 GDP を使ってマーシャルの  $k$  の推移をみると、1990 年代前半まで下落傾向にあったものが、1990 年代半ば以降に上昇に転じ、2000 年代に入って上げ幅が加速している(図 1)。このようなマーシャルの  $k$  の不安定化は、ベースマネーと名目 GDP の関係でより顕著に見られることはいうまでもない。また、1990 年代半ば以降、貨幣乗数が大きく下落した。これは、金融の仲介機能の低下と密接な関係があると考えられる。

その一方で、当時の日本経済では、金融機関の健全性に深刻な問題が発生し、金融シ

<sup>1</sup> この点に関するオーバービューに関しては、たとえば、宮尾・中村・代田(2008)を参照のこと。

<sup>2</sup> 「時間軸効果」については、インフレ期待への影響を議論したものと、長期金利への影響を議論したものがある。前者には、Eggertsson and Woodford(2003)やJung, Teranishi, and Watanabe, (2005)がある。後者には、白塚・藤木(2001)やOkina and Shiratsuka(2004)がある。

システム維持のため、金融政策に求められた役割は少なくなかった。不良債権問題が顕在化し、金融システムに大きな動揺が発生した 1990 年代後半から 2000 年代初頭にかけて、「プルーデンス政策としての金融政策がどうあるべきであったか？」は、それ自体、重要なテーマである。金融政策は不良債権問題など、金融システムの改善にどのような影響を与えたのだろうか？ゼロ金利政策や量的緩和政策など、当時の日本銀行の施策は、金融システムを安定化させる上でどのような効果があったのか？

中央銀行は、発券銀行としての機能を持つだけでなく、「銀行の銀行」として重要な機能をもつ。したがって、1990 年代半ば以降の日本における金融政策のあり方を考察する上では、プルーデンス政策と金融政策運営の相互依存関係を考察することは重要となる。これらの問題意識のもとに、不良債権問題が顕在化し、金融システムの健全性に深刻な問題が発生した 1990 年代後半から 2000 年代前半にかけての日本経済における金融政策のあり方を再検証する。<sup>3</sup>

分析では、まず 1990 年代半ばから後半にかけて実施された日銀特融や 2001 年 3 月 16 日に導入されたロンバート型貸出のあり方を、局面ごとにピックアップし、その効果を考察する。次に、日中のコールレートの最高値と最安値の差（スプレッド）が、日中決済の時点が異なることに加えて、個別金融機関のリスク・プレミアムを反映して発生することに注目し、それがゼロ金利政策期や量的緩和政策期と、それ以外の期間で特徴にどのような違いがあるかを検討する<sup>4</sup>。そして、当時の日本銀行の施策が金融システムなど当時の日本経済の安定に寄与したことを、コールレートのスプレッドの縮小が株価へ正の影響を与えたことを示すことによって明らかにする。

新日銀法の冒頭では、「物価の安定」とともに、「金融システムの安定」が日銀の目的であることが法文上で明確化された。第 1 条第 2 項 では、日本銀行は、「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」ことが明記され、「決済システムの円滑かつ安定的な運行の確保を通じて、金融システムの安定に寄与すること」が、日本銀行の重要な目的であることが謳われた。当時の日本銀行の施策が、金融システムを安定化させる上でどのような効果があったのかを考察することは、きわめて重要である。

1990 年代末から 2000 年代初頭にかけての日本銀行の金融政策は、歴史的にもほとんど例のない超金融緩和政策であった。超低金利政策は、短期金利の誘導目標を 0% に近づけるだけでなく、コール市場で発生するスプレッドを縮小させる上で有効であった。とりわけ、量的緩和政策は、コールレートのスプレッドを大幅に縮小させ、コール市場の取引からリスク・プレミアムをほぼ取り去った。ゼロ金利政策や量的緩和政策などの

<sup>3</sup> 熊倉(2007)は、日本銀行のプルーデンス政策を主に制度論的な観点から議論している。

<sup>4</sup> 日中にコールレートが決済時点のタイミングの差から変動することに注目した数少ない研究には、林(2000)がある。ただし、林の分析は、ゼロ金利政策がとられる以前でかつ「時点決済」が行われた時期のものである。

究極の金融政策は、市場の流動性リスクや信用リスクを減少させる上で大きな効果あげたといえる。しかし、その一方で、本来マーケットメカニズムで淘汰されるべき金融機関にモラルハザードを生み出す可能性もある。本稿では、このような問題意識から、量的緩和政策からゼロ金利政策解除に至る金融政策が金融システムを安定化させる上でもたらした影響を考察する。本稿の結果は、超金融緩和政策はさまざまな問題点はあったものの、後者の役割が、特に量的緩和政策において、重要であったことを示唆するものである。

本稿の構成は、以下の通りである。まず 2 節では、分析に先立ち、1990 年代末までの日本の金融政策の動向を概観する。次に 3 節では 1990 年代後半から 2000 年初頭に実施された日銀特融を、また 4 節では 2001 年 2 月に導入されたロンバート型貸出制度をそれぞれ考察する。5 節と 6 節は、日中のコールレートの最高値と最安値の差（スプレッド）がリスク・プレミアムを反映して発生することに注目し、それがゼロ金利政策期や量的緩和政策期とそれ以外の期間でどのような違いがあるかを検討する。7 節と 8 節は、スプレッドの縮小が株価へ正の影響を与えたことを示すことによって、当時の日本銀行の施策が金融システムなど当時の日本経済の安定にどのような影響を与えたのかを考察する。9 節は全体のまとめである。

## 2．ポスト公定歩合政策

本稿の主な目的は、1990 年代後半から 2000 年代前半にかけての金融政策のあり方を再検証することである。しかし、それに先立ち、本節では、それ以前の日本の金融政策の動向を簡単に概観する。

1990 年代の半ばまで、日本銀行の金融政策の変更は公定歩合の変更によって行われてきた。規制金利下の時代には、公定歩合は常にコールレートを大きく下回る水準に設定され、預金金利をはじめとして、多くの利子率が公定歩合の変更に伴って変更された。かつて、貸出限度額規制を伴う日銀貸出は、市中銀行への資金供給の主たる手段であり、公定歩合政策は名実ともに金融政策の中心であった。

しかしながら、金利の自由化が進むなかで、公定歩合に連動した金利の変更はそれほど密接なものではなくなった。また、市中銀行への資金供給も、日銀貸出に代わって公開市場操作による売りオペと買いオペが徐々に重要となっていく。もっとも、1990 年代半ばまでは、公定歩合の変更は金融政策変更のアナウンスメントとして依然として幅広く受け入れられてきた。1995 年に公定歩合が初めてコールレートを上回るまで、公定歩合は常にコールレートを下回る水準に設定され、それに同時に、日銀貸出による日々の資金供給も続いてきた（[図 2-\(1\)](#)）。

市中銀行への日々の資金供給手段として日銀貸出がほぼその役割を終えたのは、1995 年以降である。1994 年に金利自由化が完了し、「公定歩合」と預金金利との直接的な連

動性は完全になくなった。1995年7月10日以降、公定歩合はそれまでとは逆に一貫してコールレートを上回る水準に設定されるようになった(図2-(2))。金融政策の中心軸が、公定歩合政策から公開市場操作へと名実ともに移行したと見てよい。ただし、1998年4月に新日銀法が施行までは、公定歩合とコールレートの差はわずかであった。その結果、コールレートが公定歩合を上回る日が、例外的ではあるが存在した。また、公定歩合は、オーバーナイトのコールレートは上回るが、満期1年の短期金利は依然として下回っていた。このため、阪神淡路大震災の際に公定歩合で貸し出された満期1年の緊急融資は、補助金的な要素を依然として有していたといえる。

日本銀行による金融政策が、今日多くの中央銀行が採用するスタイルへと大きく近づいたのは、1998年4月1日に新日銀法が施行されて以降である。新日銀法施行以降、量的緩和政策が採られた時期を除けば、金融政策は無担保コールレート(オーバーナイト物)の誘導目標を達成するように公開市場操作で運営されるようになってきている。かつて日本の金融政策の中心的な役割を果たしてきた公定歩合の名称は、1995年9月8日を最後に日銀の公式統計からは姿を消した。それと同時に、日銀貸出は、日々の資金供給手段としてはその役割を終えた(図3)。

しかし、1995年以降、日本銀行による市中銀行への貸出は、新たに2つの意味で重要な役割を果たすようになる。その1つが日銀特融であり、もう1つがロンバート型貸出である。これら2つのタイプの日銀貸出は、従来の公定歩合政策が役割を終えた今日でも、プルーデンス政策という観点から、日銀の重要な政策手段となっている。

### 3. 日銀特融

プルーデンス政策という点で中央銀行の役割を見た場合、「最後の貸し手(LLR)」の機能としての日銀特融は、金融市場のシステムック・リスクを取り除く日本銀行の機能として最も重要なものである。戦後の日本では、1965年の証券不況の際に山一証券と大井証券の2件に対して行われた日銀特融を例外として、長い間、日本銀行のLLR機能が実施されることはなかった。しかしながら、バブル崩壊後、金融システムの健全性に深刻な問題が発生した結果、1995年以降、日銀特融が実施されるようになった。表2は、その実施例をまとめたものである。表からわかるように、実施された日銀特融の大半は、破綻金融機関に対する特別融資である。しかし、東京共同銀行への出資や新金融安定化基金への資本拠出、それに預金保険機構への貸出という形態をとった事例も存在する。

LLR機能は本来、一時的な流動性不足に陥った金融機関に対する臨時的に流動性を供給する緊急避難措置である。したがって、破綻金融機関に対する一時的な緊急融資は、金融市場におけるシステムック・リスクを取り除くという点で重要である。日本銀行は、金融機関の破綻処理等に関して日銀特融を行う場合、

- 原則 1 . システミック・リスクが顕現化する恐れがあること、
- 原則 2 . 日本銀行の資金供与が必要不可欠であること、
- 原則 3 . モラルハザード防止の観点から、関係者の責任の明確化が図られるなど適切な対応が講じられること、
- 原則 4 . 日本銀行自身の財務の健全性維持に配慮すること、

の 4 つの原則を掲げている。

しかし、日本銀行は、緊急融資以外に、社団法人新金融安定化基金や預金保険機構の住専勘定にそれぞれ 1000 億円を拠出するだけでなく、預金保険機構に対する貸出残高は 1998 年 3 月末には 1 兆 7 千万円を超えた。個々の金融機関のソルベンシーに関わる問題は、旧大蔵省や金融庁のような金融監督当局が取り扱うものであり、中央銀行の行うプルーデンス政策の範囲を超えたものである。特に、個別の金融機関の救済・再生のための公的資金の投入は将来的に国民負担を伴う可能性があり、中央銀行がその一部を拠出や貸し出すことは望ましくない。

破綻金融機関に対する特別融資でも、山一証券に対する融資は結果的に一部が回収不能となった。しかし、破綻金融機関に対する日本銀行の特別融資は、返済の際の優先度が高く、回収不能となる可能性は一般には低い。これに対して、出資や資本拠出は、資金回収の際の優先度が低く、資金が回収不能となる可能性は融資よりもきわめて大きいといえる。実際、日本銀行は 1998 年度の決算において、整理回収銀行株式の預金保険機構への売却に伴う損失として 164 億円、新金融安定化基金拠出金にかかわる損失引当金として 800 億円（日本債券信用銀行の優先株式相当額）を計上している。

また、預金保険法では、預金保険機構が、(1)保険金・仮払金の支払、(2)資金援助（特別資金援助における一般勘定から特例業務勘定へのペイオフコスト相当額の繰入れを含む）等の業務を行うために必要な場合には、政令で定める金額の範囲内で、日本銀行から資金の借入れを行うことができることとされている。このため、金融機関に対して保険金や預金の保護のための資金援助ならびに資本注入を行った際、預金保険機構がその資金を日本銀行から資金の借入れでまかなうという事態がしばしば発生した。これに伴う日本銀行の預金保険機構への貸出に関しては、政府保証が原則であるため、日本銀行に直接の貸し倒れリスクはなかった。しかし、預金保険機構が日銀からの借り入れによって調達した資金を貸し出し、それが回収不能になれば、結果的には国民の負担となったといってもよい。<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> 1998 年に破綻した日本長期信用銀行と日本債券信用銀行に対しては、日銀は特別融資を行っていない。しかし、金融機能再生法のもとで特別公的管理銀行となった 2 行に対しては、預金保険機構が 1998 年に日本長期信用銀行に対して 3 兆 7000 億円、日本債券信用銀行に対して 5000 億円の貸付を実施した。しかも、預金保険機構が貸出に要する資金は、政府保証が付いていたが、日本銀行からの借入れでまかなわれていた。



1990年代半ば以降、金融システム全体が大きく動揺し始める一方、公的資金の投入に関する国民の合意形成が難しい状況が続いた。そうしたなかで、日銀のLLR機能が本来の役割以上に利用されたことは、今後の大きな課題といえる。

一方、2003年以降、日銀特融による融資は、狭い意味での流動性供給だけでなく、広い意味での出資の形態も含めて、結果的に実施されなくなった。りそな銀行（2003年5月に事実上国有化）と足利銀行（2003年11月）に関しては、日銀特融が決定されながら実行に至らなかった<sup>6</sup>。これは、量的緩和政策の影響が大きかったと考えられる。実際、りそな銀行や足利銀行の流動資産は、ゼロ金利期を含む1990年代後半から2000年初めにかけて減少したが、量的緩和政策開始後は急激に増加した（図4）。量的緩和政策は、健全な金融機関だけでなく、事実上破綻に近い状態にあった金融機関にも、大量の流動性をあらかじめ供給していたといえる。

#### 4. ロンバート型貸出の登場

1995年以降、日銀貸出は、日々の資金供給手段としてはその役割を終えた。日銀が直接、民間金融機関に資金を貸し出す際の金利であった公定歩合は、その政策金利としての意味を失い、公定歩合の名称は1995年9月8日を最後に日銀の公式統計からは姿を消している。しかし、日本の金融システムに依然として不安が残るなかで、2001年2月より、ロンバート型貸出制度（補完貸付制度）が、量的緩和政策にやや先立って導入された。

この制度は、期末など短期金利が急上昇することを防ぎ、市場の安定を図ることを目的として導入されたもので、金融機関から申し出があれば、日銀が従来の「公定歩合」に相当する金利で資金を貸し出す制度である。従来の公定歩合による貸出では、日本銀行が貸出先の銀行や貸出限度額を決定していたが、ロンバート型貸出制度では、日本銀行は金融機関の申し出に応じて必要額を金融機関が予め差し入れた担保の範囲内で機動的に貸し出す。ロンバート型貸出制度は、翌日返済を原則とするが、連続5日まで公定歩合での借り換え（ロールオーバー）が認められる。ただし、6日以上借りの場合には、公定歩合に2%上乗せした金利が適用される。<sup>7</sup>

ロンバート型貸出制度の結果、「公定歩合」は、日本銀行の金融市場調節における操作目標である無担保コールレート（オーバーナイト物）の上限を画する役割を担うよう

<sup>6</sup> りそな銀行の事実上国有化に際しては、預金保険法102条第1項の1号措置が適用され、政府による総額1兆9660億円の公的資金注入（正確には預金保険機構による株式取得）が、2003年5月17日に普通株で行われた。一方、足利銀行は、2003年11月29日、預金保険法102条第1項の3号措置が適用された結果、一時国有化（特別危機管理）を決定し、経営破綻した。

<sup>7</sup> ただし、2002年3月1日から4月15日（3月積み期間終了日）までの間は、すべての営業日を通じて公定歩合による利用を可能とする臨時措置がとられた。

になった。日銀の公式統計でも、かつて政策金利としての意味合いの強かった「公定歩合」という用語にかえて、「基準割引率および基準貸付利率」という用語を使用されるようになってきている。

図5で示された4つの図は、2001年3月16日以降の4つの異なる時期（量的緩和政策前期、量的緩和政策後期、ゼロ金利政策期、ゼロ金利政策解除後）について、日々の貸出の増減の推移を示したものである。2001年12月28日に石川銀行へ、また2002年3月8日に中部銀行へ、それぞれ日銀特融が実施されているが、金額は多くない。それ以外には日銀特融はこの期間では実行されていないので、図で示される貸出の増減は、ロンバート型貸出およびその返済をほぼ反映していると考えられる。

まず量的緩和政策が実施されていた時期を見ると、前半期は積みの最終日や月末を中心に平均すると月1回のペースでロンバート型貸出が行われたことがわかる。特に、3月末は、2001年、2002年、2003年のいずれも大きな額の貸出が行われている。また、2002年9月末にも1000億円を超える貸出が実施された。この時期、金融システムが依然として不安定であったことに加えて、量的緩和政策の開始当初にはオペレーションによる資金供給では信用不安を抱える金融機関は必ずしも十分な調達ができなかった可能性を示唆している。

これに対して、2002年10月以降、量的緩和政策は大胆に強化され、当座預金の目標値が大幅に引き上げられただけでなく、長期国債やリスク資産が日銀によって買い取られた。2003年から2004年初めにかけては、未曾有の大規模な為替介入も行われた（表3）。その結果、量的緩和政策の後半期には、2003年12月末を最後に、ロンバート型貸出は長い間全く利用されなくなった。3月末でさえ、2004年と2005年は利用されていない。この時期、金融システムが徐々に安定を取り戻したことに加えて、オペレーションによる資金の大量供給が幅広く浸透した結果、もっとも信用力の低い金融機関でさえ市場で十分な資金調達が可能となっていたことを示唆するものである。

量的緩和政策が終了した後も、利上げ観測が徐々に浮上するようになった2006年5月頃までは、ゼロ金利政策の下で、ロンバート型貸出はほとんど利用されない状態が続いた。しかし、2006年6月以降は、積みの最終日や政策決定会合の前を中心に、頻繁にロンバート型貸出が利用されている。これは、信用力の低い金融機関を中心に、金利の低いうちにできるだけ当座預金を積み増し、積み期間における当座預金の平均残高を高めようとする裁定が働いたものと考えられる。

この状況は、ゼロ金利政策が解除され、コールレートの誘導目標が0.25%となった時期にも続いた。景気の回復が続くなか、市場では再度の利上げ観測が有力であり、ゼロ金利政策解除直前と同様の裁定が働き続けたと考えられる。

もっとも、コールレートの誘導目標が0.5%へと引き上げられて以降は、ロンバート型貸出の利用はほとんどなくなっている。金融システムの安定性という点からみると、2007年後半から2008年初めは、2005年や2006年よりも、サブプライム問題の影響で

市場の不安定性はむしろ高まっていたと考えられる。それにも関わらず、この時期にロンバート型貸出がほとんど利用されなかったのは、必ずしもそれが本来意図した役割を十分に果していないことを示唆するものである。

## 5. 日中のコールレートの最大値と最小値

今日、日銀は日々の無担保コールレート（オーバーナイト物）の加重平均を誘導目標として、金融政策の運営を行っている。しかし、コールレートは、日中しばしば大きく変動するため、その加重平均を見るだけでは、日々の短期金融市場の動向を知る上で不十分である。ロンバート型貸出制度が導入された後も、コールレートの日中の最高値が公定歩合（基準貸出利率）を上回るスティグマが発生することも少なくなかった。<sup>8</sup>

日々のコールレートの最大値と最小値の差（スプレッド）は、2つの要因によって発生する。第1は、日中決済が異なる時点で行われることに起因するスプレッドである。2001年以降、日銀当座預金のRTGS化に伴い、日銀当座預金の決済は金融機関の間の取引を一件ごとに決済する即時グロス決済（RTGS）が原則となっている。日中に事前に予想していなかった資金需給が発生するとき、異なる決済時点のコールレートは一時的に上下する。また、流動性効果が存在する場合、日銀による日中の追加的な資金の出し入れによってコールレートは一時的に変動する。したがって、仮に貸し手と借り手がすべて同質的であったとしても、流動性プレミアムを反映して異なる時点のコールレートには差が発生する。<sup>9</sup>

第2は、借り手の信用力の差を反映したリスク・プレミアムに起因するスプレッドである。信用力の低い金融機関は、オーバーナイトのような一時的な借り入れであっても、資金調達はしばしば容易でなくなる。したがって、信用力の低い金融機関が流動性不足に陥った場合、コール市場でも金融機関の間で適応されるコールレートに差が発生する。金融システムが安定しているときには、金融機関の間で適応されるコールレートの差はごくわずかである。しかし、金融システムが不安定となり、金融機関ごとに信用リスクの差が発生すると、リスク・プレミアムを反映したスプレッドは無視できないものとなる。

以下では、金融政策のスタンスが異なる8つの時期について、加重平均、最大値、最小値の3つに関して日々のコールレートの推移を示すことで、当時採用された極端な金融政策がコール市場における流動性やリスク・プレミアムにいかなる影響を及ぼしたか

<sup>8</sup> スティグマの発生は、各国で観察されている。リスクの高い金融機関が、資金調達難に陥っていることが発覚することを恐れて、あえて公定歩合より高い市場利率で借りることが原因であると考えられている（たとえば、Furfine [2002]を参照）。

<sup>9</sup> RTGS化が行われるまでは、日銀当座預金の決済は金融機関の間での日中決済は、時点決済が大半であった。時点決済では、「朝金時点」（午前9時）、「交換戻時点」（午後1時）、「午後3時」、「為決時点」（午後5時）のうち特定時点にまとめて決済が行われた。

を検討する。日中決済が異なる時点で行われることに起因するスプレッドは、日ごとにランダムに発生すると考えられる。したがって、かりに異なる時期によってスプレッドに大きな違いが見られるとすると、それは日中決済が異なる時点で行われることよりも、一部の金融機関のリスク・プレミアムに起因することが多いと考えられる。以下では、この観点から、異なる金融政策が短期金融市場におけるリスク・プレミアムの安定化にどのような影響があったのかを検討する。なお、検討に際しては、参考指標として、公定歩合（基準貸出金利）の推移も同時に示し、その影響も検討する。

## 6. 8つの時期のコールレートの推移

第1は、ゼロ金利政策の開始前後の時期である。この時期の大きな特徴は、ゼロ金利政策が1999年2月に導入されるまで、コールレートの最高値が公定歩合を大きく上回り高止まりしていたことである。最高値と最低値のスプレッドは、しばしば1%ポイント以上も広がっていた。加重平均と最低値との差はそれほどでもないのに、この結果は、一部の金融機関においてリスク・プレミアムが大幅に増加し、そのコール市場での調達金利が大幅に跳ね上がったことを示唆している。1997年11月の山一証券・北海道拓殖銀行の破綻で深刻化した金融危機の影響が、短期金融市場の貸借にも影響を与えていたことの表れといえる<sup>10</sup>。

このようなコールレート最高値の高止まりは、ゼロ金利政策導入によって大幅に改善した。ゼロ金利政策は、コールレートの加重平均と最低値をほぼ0%にした。しかし、コールレートの変化は、最高値の下落でより顕著であった。ゼロ金利政策が、誘導目標であるコールレートの加重平均を0%に近づけただけでなく、リスク・プレミアムを反映して上昇していた最高値を安定化させることに効果があったことを示唆する結果である。ただし、ゼロ金利政策のもとでは、最高値は公定歩合の水準までは低下したが、それ以下になることはほとんどなかった。これがゼロ金利政策によるリスク・プレミアム安定化の限界であったといえる。

第2は、ゼロ金利政策の解除前後の時期である。ゼロ金利政策の解除（2000年8月11日）は、誘導目標であるコールレートの加重平均を0.25%に高めるという政策である。実際、ゼロ金利政策の解除後、コールレートの加重平均は0.25%近傍まで上昇し、その後は安定的に推移した。それに伴って、コールレートの最低値も、明確な上昇を示している。

その一方で、ゼロ金利政策の解除後、コールレートの最高値には大きな変化は見られなかった。ゼロ金利政策の解除の直後には、最高値は一時的に上昇した。しかし、2000

---

<sup>10</sup> 山一証券・北海道拓殖銀行の破綻に先立ち、1997年11月4日には破綻した三洋証券に対する裁判所の資産保全命令によりコール市場と債券レポ市場でデフォルト（債務不履行）が発生した。

年秋以降は再び公定歩合の近傍まで下落し、その後はその水準で安定的に推移した。ゼロ金利政策の解除は、コールレートの加重平均および最低値は引き上げたが、リスク・プレミアムを反映する最高値には、さほど影響を与えなかったことが示唆される。

第3は、量的緩和政策の開始前後の時期である。経済状況の悪化を受けて、公定歩合の2度にわたる引き下げとコールレートの誘導目標0.1%ポイント引き下げという段階を経て、量的緩和政策は2001年3月19日に導入された。量的緩和政策の開始前の段階的な金融緩和は、政策的に変更された誘導目標以外は、コールレートにそれほどドラスティックな変化をもたらさなかった。特に、最高値は、公定歩合が引き下げられてもさほど低下せず、その結果、公定歩合を上回る水準で推移した。

しかし、量的緩和政策の導入は、ゼロ金利政策と同様に、コールレートの加重平均と最低値をほぼ0%にただけでなく、コールレートの最高値も大きく下落させた。特に、最高値が公定歩合を大きく下回った水準で安定的に推移するようになったことは、ゼロ金利政策期とは大きく異なる特徴である。量的緩和政策が、リスク・プレミアムを反映する最高値を安定化させる上で、ゼロ金利政策よりも効果的であったことを示す結果である。また、この時期、異なる時点で行われた日中決済でも、コールレートの変動はほとんどなくなっていたことがわかる。

第4は、量的緩和政策が強化された時期である。2001年9月18日の公定歩合の引き下げによって、公定歩合を下回ったコールレートの最高値は、再び公定歩合の近傍を推移するようになった。しかし、相次ぐ量的緩和政策の強化の結果、2002年末以降、最高値は大きく下落し始めている。2003年の4月ころまでは、最高値は0%と公定歩合の間をかなり乱高下した。しかし、2003年5月以降は、ついにコールレートの最高値も0%近傍で安定的に推移するようになった。量的緩和政策の強化によって、コール市場の取引でリスク・プレミアムが反映されることがほとんどなくなったといえる。

その一方で、2003年以降、コールレートの最低値がマイナスとなる日が頻繁に発生した。マイナス金利は、ドル資金の調達コストが高い邦銀が円との交換でドルを調達するスワップ取引で発生した。円の調達コストがほぼゼロになる中で、ドル資金の調達コストが高い邦銀が、調達した円資金を外銀にマイナス金利で貸し出す代わりに、ドル資金を頻繁に借り入れたと考えられる。

第5は、量的緩和政策の後期である。この時期、コールレートの加重平均と最低値がほぼ0%に張り付いていた一方、最高値も0%に近い水準で推移した。ただし、最高値は少なくとも0.4ベースポイントから0.5ベースポイントは加重平均を上回っていた。0.5ベースポイント程度の金利差はきわめて小さいものなので、この時期の量的緩和政策も、金融機関のリスク・プレミアムを抑制する上で有効であったことを示唆するものである。

ただし、量的緩和政策の後期では、最高値がしばしば大きく跳ね上がることがあり、場合によっては上限であるはずの公定歩合を超えることもあった。一時的には、リス

ク・プレミアムが大きく上昇していたと考えられる。逆に、最低値は、マイナス金利をつけることがあったが、その頻度は減少した。

第6は、量的緩和政策解除後のゼロ金利政策期である。この時期は、前半の約2ヶ月間と後半の約2ヶ月間では、コールレートの動きに大きな違いがある。まず前半は、コールレートの加重平均と最低値が、量的緩和政策の後期よりは差があるものの、ほぼ一致していた。一方、最高値は常に加重平均を有意に上回っていた。この時期、スプレッドが一部の金融機関のリスク・プレミアムに起因することを示唆している。ただし、量的緩和期とは異なり、最高値と加重平均の間の金利差は拡大している。その差は、最初の1ヶ月は0.9ベーシスポイント程度とそれほど大きなものではない。しかし、次の1ヶ月には6.8ベーシスポイント程度に拡大している。一部の金融機関に発生したリスク・プレミアムが、量的緩和政策からゼロ金利政策へ移行する中で、徐々に拡大していったと考えられる。量的緩和による金融機関のリスク・プレミアムを抑制効果が、ゼロ金利政策の下で少しずつなくなっていくことを示唆するものである。

一方、後半は、それまでとは異なり、コールレートの加重平均が最低値を有意に上回るようになっている。この時期に、多くの金融機関でリスク・プレミアムが急に高まったとは考えられないので、日中決済が異なる時点で行われることに起因するコールレートの差が顕在化するようになったと考えられる。ゼロ金利政策の解除に向けて、日銀が日中の一時的な金利上昇をある程度許容したことを反映した結果といえる。ただし、後半には、最高値がしばしば大きく跳ね上がり、上限であるはずの公定歩合を超えることも頻繁にあった。ゼロ金利政策が終わりに近づくなかで、信用力の低い金融機関の流動性リスクが徐々に高まり、リスク・プレミアムに起因するスプレッドがこの時期、しばしば拡大したと考えられる。

第7は、ゼロ金利政策が解除され、コールレートの誘導目標が0.25%に設定された時期である。この時期の大きな特徴は、加重平均が最低値よりも最高値にむしろ近くなったことである。これは、量的緩和政策期とゼロ金利政策期とは全く異なる特徴である。この時期に、リスク・プレミアムの高まりが加重平均を押し上げたとは考えられないので、日中決済が異なる時点で行われることに起因するスプレッドが、ゼロ金利政策期の後半以上に、顕在化するようになったと考えられる。

この時期でも、最高値が跳ね上がり、上限であるはずの公定歩合を超えることは何回もあったが、その頻度はこれまでよりも少なくなっている。金融システム全体の安定を反映して、リスク・プレミアムに起因するスプレッドが徐々に小さくなってきたと考えられる。一方、最低値は、マイナス金利をつけることは一度もなかったが、何回かゼロに近づくことがあった。この時期でも、貸し手である邦銀が外貨を調達する際のリスク・プレミアムが、まれに超低金利という形で反映されたものと解釈できる。

第8は、コールレートの誘導目標が0.5%に設定された時期である。2007年10月初旬までは、この時期の特徴は、おおむね誘導目標が0.25%に設定された時期と同様に、加

重平均が最低値よりも最高値にむしろ近いことである。ただし、最高値が跳ね上がり、上限であるはずの公定歩合を超える頻度や、最低値が急落しゼロ近くになる頻度は、2007年2月から4月を中心に、誘導目標が0.25%に設定された時期よりも多くなっている。

より興味深い点は、2007年10月中旬以降、最高値が全体として上昇し、その結果、加重平均が最高値よりも最低値に近くなったことである。サブプライム問題が経済化するなかで、リスク・プレミアムに起因するスプレッドが徐々に広がっていったことを反映したものと考えられる。

## 7. 基本推計

以下では、日々のコールレートの変動に反映される流動性プレミアムやリスク・プレミアムが、平均株価の変動にどのような影響があったかを実証的に検討する。分析では、まず、コールレートの最大値と最小値の差（スプレッド）が、平均株価の変化率にどのような影響があったかをみるため、以下の式を推計した。

$$(1) DS_t = \text{定数項} + \alpha \cdot \log(\text{Spread}_{t-1}) + \beta \cdot \text{DSRate}_t + \gamma \cdot \text{Lend}_t + \delta \cdot \text{DEX}_t,$$

ここで、 $DS_t$ はt期における日々の平均株価の変化率（対数値の階差）、 $\text{Spread}_{t-1}$ はt-1期におけるコールレートの最大値と最小値の差（スプレッド）、 $\text{DSRate}_t$ はt期におけるユーロ円先物金利（1カ月）の変化、 $\text{Lend}_t$ はt期における日銀貸出ダミー（日銀貸出が行われたときに1、それ以外の場合に0）、 $\text{DEX}_t$ は為替レート（邦貨建て円ドルレート）の変化率、を示している。ただし、単位を%に統一するため、 $DS_t$ と $\text{DEX}_t$ は100倍した値を用いた。

同時性の問題を回避するため、説明変数のうち、 $\text{Spread}_{t-1}$ は1期ラグをとっている。また、ラグ付き内生変数（ $DS_{t-1}$ ）を含まないものと含んだものの両方を推計した。平均株価としては、日経平均（225種）、TOPIX（全業種）および、銀行業のTOPIXの3つを用いた。推計期間は、1998年4月1日（新日銀法施行日）から2008年3月31日までである。

表4は、推計結果をまとめたものである。推計結果は、ラグ付き内生変数を含まない場合と含む場合では本質的に同じであった。各係数の推計値をみると、 $\text{Lend}_t$ はプラスに有意で、その係数は銀行株で特に大きかった。日銀貸出の増加は、銀行株を中心に株価全体を押し上げる効果が観察される。 $\text{DEX}_t$ もプラスで、かつ銀行株以外は有意であった。為替レートの円高（ $\text{DEX}_t < 0$ ）は、輸出産業を中心に株価にマイナスの影響を与えることを反映した結果といえる。これに対して、ユーロ円先物金利（1カ月）の変化の符号はマイナスであったが、いずれも有意ではなかった。この時期、短期金利の引き下

げには限界があり、その株価押し上げ効果も限定的であったことの表れといえる。

一方、コールレートの最大値と最小値の差をあらわす  $\log(\text{Spread}_{t-1})$  は、いずれの推計でも統計的に有意にマイナスであった。日々のコールレートの変動に反映される流動性プレミアムやリスク・プレミアムの低下した時に、株価が有意に上昇する傾向にあることがわかる。この結果は、短期金利の下落が株価を押し上げる効果が限定的である結果とは、好対照である。

$\log(\text{Spread}_{t-1})$  の係数は、日経平均（225種）とTOPIX（全業種）では結果に大きな差がない。しかし、銀行業のTOPIXを用いた結果と比較すると、銀行業のTOPIXを用いた方が、係数値が大きく、有意性も高い。コール市場の参加者が金融機関であることを考えると、銀行業のTOPIXがより感応的であるという結果は、ある意味では当然である。しかし、 $\text{Spread}_t$  の係数はさまざまな業種を含む平均株価を用いた場合にもマイナスに有意であり、コール市場のスプレッドの大小が経済全体の株価に影響したことが読み取れる。

前節でみたように、超低金利政策は、短期金利の誘導目標を 0% に近づけるだけでなく、コール市場で発生するスプレッドを縮小させる上で有効であった。とりわけ、量的緩和政策は、コールレートのスプレッドを大幅に縮小させ、コール市場の取引からリスク・プレミアムをほぼ取り去った。以上の結果は、このような極端な政策が、結果的に株価上昇のような経済全体のパフォーマンスの改善に役立った可能性を示唆するものである。

## 8. 非対称効果の検討

前節では、日々のコールレートの変動に反映される流動性プレミアムやリスク・プレミアムが、株価の変動にどのような影響があったかを、コールレートの最大値と最小値の差を用いて検討した。しかし、コールレートの変動に反映される流動性プレミアムやリスク・プレミアムは、コールレートの最大値と最小値の差よりも、コールレートの最大値と加重平均の差により反映されていると考えられる。したがって、一部の金融機関におけるリスクの高まりが経済全体に波及する可能性がある場合、コールレートの最大値と加重平均の差に注目する方がより適切かもしれない。

そこで、以下では、コールレートの最大値と加重平均の差が、平均株価の変化率にどのような影響があったかをみるため、以下の式を推計した。

$$(2) \text{DS}_t = \text{定数項} + \alpha_1 \cdot \log(\text{USpread}_{t-1}) + \alpha_2 \cdot \log(\text{DRisk}_{t-1}) + \beta \cdot \text{DSRate}_t + \gamma \cdot \text{Lend}_t + \delta \cdot \text{DEX}_t,$$

ここで、 $\text{USpread}_t$  は  $t$  期におけるコールレートの最大値と加重平均の差、 $\text{DSpread}_t$  は  $t$  期におけるコールレートの加重平均と最小値の差、を示している。同時性の問題を回避



するため、いずれも1期ラグをとって推計した。残りの変数は、(1)の場合と同じである。

$Spread_t$ を $USpread_t$ と $DSpread_t$ に分けて推計した以外は、推計方法および推計期間は、前節と全く同じである。表5は、推計結果をまとめたものである。 $USpread_t$ と $DSpread_t$ 以外の変数に関しては、推計結果に大きな変化は見られない。

$USpread_t$ と $DSpread_t$ の推計結果に関しては、いずれの推計でも $USpread_t$ の係数がマイナスの符号を、 $DSpread_t$ の係数がプラスの符号を取った。コールレートの最大値の上昇は株価を押し下げる効果がある反面、最低値の下落は株価を押し上げる効果があることを示している。しかし、 $USpread_t$ の係数が常に有意なのに対して、 $DSpread_t$ の係数の有意性は低く、係数の絶対値も前者が後者を大きく上回っていた。株価の変化は、コールレートの最大値の動向により大きな影響を受けていることになる。コールレートの最大値が上昇しないようにする金融政策が望ましいことを示唆する結果である。

平均株価に銀行業のTOPIXを用いたケースで、 $USpread_t$ の係数は最も大きくなり、その結果 $DSpread_t$ の係数は統計的に有意ではなかった。一部の金融機関におけるリスクの高まりが株価を押し下げる効果は、銀行業の平均株価でより顕著であるという仮説をサポートするものである。

$USpread_t$ の係数は、平均株価に日経平均(225種)やTOPIX(全業種)を用いたケースでも、マイナスに有意であった。コール市場でリスク・プレミアムが上昇しないようにすることで、経済全体の株価を押し上げる影響があったことが示唆される。しかし、全業種の平均株価を用いたケースでは、 $DSpread_t$ も統計的に有意になることが多かった。きわめて信用力の高い一部の借り手が低金利でコール市場から資金調達する状況は、経済全体としてポジティブにとらえられていたようである。

## 9. おわりに

1990年代半ば以降の日本における金融政策のあり方を考察する上では、ブルーデンス政策と金融政策運営の相互依存関係を考察することは重要である。本稿では、この問題意識のもとに、不良債権問題が顕在化し、金融システムの健全性に深刻な問題が発生した1990年代後半から2000年代前半にかけての日本経済における金融政策のあり方を再検証した。分析では、まず1990年代半ばから後半にかけて実施された日銀特融や2001年3月16日に導入されたロンバート型貸出のあり方を、局面ごとにピックアップし、2000年代初頭までは一定の効果をあげたものの、量的緩和政策が強化されて以降は実質的な有効性はなくなったことを明らかにした。次に、日中のコールレートの最高値と最安値の差が、日中決済の時点が複数あることに加えて、個別金融機関のリスク・プレミアムを反映して発生することに注目し、それがゼロ金利政策期・量的緩和政策期とそれ以外の期間では大きな違いがあることを分析した。

1990年代末から2000年代初頭にかけての超金融緩和政策は、市場の流動性リスクや信用リスクを減少させる上で極めて効果的であった。その一方で、ゼロ金利政策や量的緩和政策などの究極の金融政策は、本来マーケットメカニズムで淘汰されるべき金融機関にモラルハザードを生み出す可能性もある。量的緩和政策期には、事実上破綻に近い状態にあった金融機関にも大量の流動性をあらかじめ供給した結果、りそな銀行や足利銀行は、事実上国有化される直前でさえ、流動資産を大幅に増加させていた。しかし、本稿の結果は、超金融緩和政策はさまざまな問題点はあったものの、後者の役割が短期金融市場の安定化という点で重要であったことを示唆するものである。

## 参考文献

- 植田和男、(2005)、『ゼロ金利との闘い - 日銀の金融政策を総括する』、日本経済新聞社。
- 熊倉修一、(2007)、『日本銀行のプルーデンス政策と金融機関経営』、白桃社。
- 香西泰・白川方明・翁邦雄(編著)(2001)、『バブルと金融政策：日本の経験と教訓』、日本経済新聞社。
- 小宮隆太郎・日本経済研究センター(編)、(2002)、『金融政策論議の争点 日銀批判とその反論』、日本経済新聞社。
- 白川方明、(2007)、『現代の金融政策』、日本経済新聞社。
- 白塚重典・藤木裕、(2001)、「ゼロ金利政策下における時間軸効果：1999-2000年の短期金融市場データによる検証」『金融研究』第20巻第4号、pp.137-170。
- 浜田宏一・堀内昭義・内閣府経済社会総合研究所(編)、(2004)、『論争 日本の経済危機 長期停滞の真因を解明する』、日本経済新聞社。
- 林文夫、(2000)、「日本のコール市場における流動性効果について」『金融研究』第19巻第3号。
- 宮尾龍蔵・中村康治・代田豊一郎、(2008)、「物価変動のコスト」『経済学論集』第74巻第2号、pp.2-39。
- Eggertsson, G., and M. Woodford, (2003), "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy," Brookings Papers on Economic Activity, 1, pp.139-211.
- Furfine, C., (2002), "The Reluctance to Borrow from the Fed," Economics Letters 72, pp.209-213.
- Ito, T., and F. S. Mishkin, (2006), "Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem," in Ito and Rose eds., Monetary Policy with Very Low Inflation in the Pacific Rim, University of Chicago Press, pp.131-193.
- Jung, T., Y. Teranishi, and T. Watanabe, (2005), "Optimal Monetary Policy at the Zero-interest-rate Bound," Journal of Money, Credit, and Banking, 37(5), pp.813-835.
- Okina, K., and S. Shiratsuka, (2004), "Policy Commitment and Expectation Formation: Japan's Experience under Zero Interest Rates," North American Journal of Economics and Finance 15, pp.75-100.

表 1 . 日銀の金融政策の推移

実施年月日	概要
1998年4月1日	新しい日本銀行法の施行
1998年9月9日	無担保コールレートの引き下げ(0.5% 0.25%)
1999年2月12日	ゼロ金利政策の開始 (より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレートをできるだけ低めに推移するよう促す。当初、0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々にいっそうの低下を促す)
1999年4月13日	速水総裁、「デフレ懸念が払拭されるまで」ゼロ金利政策を継続することを表明
1999年10月13日	「金融市場調整手段の機能強化」を決定 (より弾力的な資金供給を行い、無担保コールレートをできるだけ低めに推移するよう促す)
2000年8月11日	ゼロ金利政策の解除 (無担保コールレートを、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す)
2001年2月9日	公定歩合の引き下げ(0.5% 0.35%) ロンバート型貸出の導入など「流動性供給方式の改善策」を決定
2001年2月28日	無担保コールレートの引き下げ(0.25% 0.15%) 公定歩合の引き下げ(0.35% 0.25%)
2001年3月19日	量的緩和政策の開始 ・金融市場調節の主たる操作目標を、日本銀行当座預金残高とする ・金融市場調節方式を、消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで、継続する (日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるよう金融調整を行う。この結果、無担保コールレートは、これまでの誘導目標である0.15%からさらに大きく低下し、通常はゼロ%近辺で推移するものと予想される)
2001年8月14日	当座預金残高目標値の引き上げ(5兆円 6兆円)
2001年9月18日	当座預金残高目標値の引き上げ(6兆円 6兆円超) 公定歩合の引き下げ(0.25% 0.1%)
2001年12月19日	当座預金残高目標値の引き上げ(6兆円超 10~15兆円)
2002年10月11日	金融機関保有の株式買入決定
2002年10月30日	当座預金残高目標値の引き上げ(10~15兆円 15~20兆円) 長期国債買い入れの増額、手形買入期間の延長
2002年12月17日	企業金融円滑化策の決定
2003年4月1日	日本郵政公社の発足に伴い、当座預金残高目標値の引き上げ(15~20兆円 17~22兆円)
2003年4月8日	資産担保証券の買入れの検討
2003年4月30日	当座預金残高目標値の引き上げ(17~22兆円 22~27兆円)
2003年5月20日	当座預金残高目標値の引き上げ(22~27兆円 27~30兆円)
2003年10月10日	当座預金残高目標値の引き上げ(27~30兆円 27~32兆円)
2004年1月20日	当座預金残高目標値の引き上げ(27~32兆円 30~35兆円)
2006年3月9日	量的緩和政策の解除 ・金融市場調節の操作目標を当座預金残高から無担保コールレートに変更 ・無担保コールレートを、概ねゼロ%で推移するよう促す
2006年7月14日	ゼロ金利政策の解除 (無担保コールレートを、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す)
2007年2月21日	無担保コールレートの引き上げ(0.25% 0.5%)

表2. バブル崩壊後の日銀特融の実施事例

(1) 融資によるケース

資金供与先	実施期間	金額
コスモ信用組合	1995年8月から1996年3月	ピーク1980億円
兵庫銀行	1995年8月から1996年1月	ピーク6120億円
木津信用金庫	1995年8月から1996年2月	ピーク9105億円
みどり銀行	1996年1月から2006年1月	当初1100億円
阪和銀行	1996年11月から1998年1月	ピーク2690億円
京都共栄銀行	1997年10月から1998年10月	ピーク130億円
北海道拓殖銀行	1997年11月から1998年11月	ピーク26771億円
山一証券	1997年11月から	ピーク12000億円
徳陽シティ銀行	1997年11月から1998年11月	ピーク2283億円
みどり銀行	1998年5月から1999年4月	ピーク193億円
国民銀行	1999年4月から2000年8月	ピーク665億円
幸福銀行	1999年5月から2001年2月	ピーク2786億円
東京相和銀行	1999年6月から2001年6月	ピーク4875億円
なみはや銀行	1999年8月から2001年2月	ピーク1264億円
新潟中央銀行	1999年10月から2001年5月	ピーク1643億円
信用組合関西興銀	2000年12月から2002年6月	ピーク5466億円
朝銀近畿信用組合	2000年12月から2002年8月	ピーク2067億円
石川銀行	2001年12月から2003年3月	ピーク831億円
中部銀行	2002年3月から2003年3月	ピーク226億円

(2) 融資が決定されたが実行されなかったケース

資金供与先	実施期間
りそな銀行	2003年5月から2003年7月
足利銀行	2003年11月から2005年11月

(3) 出資や資本拠出によるケース

資金供与先	実施期間	金額
東京共同銀行	1995年1月から1999年3月	200億円
社団法人新金融安定化基金	1996年10月	1,000億円

(4) 預金保険機構への資金拠出

資金供与の理由	実施日	金額
特定住宅金融専門会社	1996年7月26日	1,000億円

表3 . 量的緩和政策が強化された時期の出来事

( 1 ) 日本銀行の金融政策 ( 2002 年 10 月から 2003 年 6 月 )

2002年10月11日	金融機関保有の株式買入決定
2002年10月30日	当座預金残高目標値の引き上げ(10～15兆円 15～20兆円)
	長期国債買入れの増額
	手形買入期間の延長
2002年12月17日	企業金融円滑化策の決定
	(1) 証書貸付債権の担保拡大
	(2) 資産担保コマーシャル・ペーパー(ABC P)の適格基準の緩和
2003年3月25日	金融機関保有株式買入れ上限の引上げ
2003年4月1日	日本郵政公社の発足に伴い、当座預金残高目標値の引き上げ (15～20兆円 17～22兆円)
2003年4月8日	資産担保証券の買入れの検討
2003年4月30日	当座預金残高目標値の引き上げ(17～22兆円 22～27兆円)
	産業再生機構に対する証書貸付債権を新たに日本銀行の適格担保とする
2003年5月20日	当座預金残高目標値の引き上げ(22～27兆円 27～30兆円)
2003年6月11日	資産担保証券の買入れ、7月末までの実施に向けて準備を進めることを決定
2003年9月12日	国債現先オペの期間延長の検討
2003年9月16日	金融機関保有株式買入れ期間の延長
2003年10月10日	当座預金残高目標値の引き上げ(27～30兆円 27～32兆円)
	国債買現先オペの期間延長、金融政策運営の透明性の強化

( 2 ) 外国為替市場への介入 ( 2000 年 - 2003 年 )

2000年 第2四半期	1兆3854億円	米ドル買い・日本円売り
第3四半期	1435億円	ユーロ買い・日本円売り
第4四半期	0円	
2001年 第1四半期	0円	
第2四半期	0円	
第3四半期	3兆1455億円	米ドル買い・日本円売り
	652億円	ユーロ買い・日本円売り
第4四半期	0円	
2002年 第1四半期	0円	
第2四半期	4兆5878億円	米ドル買い・日本円売り
	238億円	ユーロ買い・日本円売り
第3四半期	0円	
第4四半期	0円	
2003年 第1四半期	2兆2881億円	米ドル買い・日本円売り
	986億円	ユーロ買い・日本円売り
第2四半期	4兆5287億円	米ドル買い・日本円売り
	829億円	ユーロ買い・日本円売り
第3四半期	7兆5512億円	米ドル買い・日本円売り
第4四半期	5兆8755億円	米ドル買い・日本円売り
2004年 第1四半期	4兆8314億円	米ドル買い・日本円売り
第2四半期	0円	
第3四半期	0円	
第4四半期	0円	

表 4 . 基本推計の結果

	日経平均		TOPIX		銀行株	
定数項	-0.118 (-2.237)**	-0.120 (-2.273)**	-0.098 (-2.070)**	-0.094 (-1.973)**	-0.197 (-2.717)**	-0.172 (-2.395)**
$DS_{t-1}$		-0.020 (-0.971)		0.062 (3.093)**		0.127 (6.348)**
$\log(SPread_{t-1})$	-0.039 (-2.392)**	-0.040 (-2.433)**	-0.034 (-2.338)**	-0.033 (-2.210)**	-0.059 (-2.647)**	-0.051 (-2.301)**
$DSRate_t$	-0.715 (-0.660)	-0.712 (-0.657)	-0.437 (-0.448)	-0.467 (-0.479)	-1.055 (-0.710)	-1.089 (-0.738)
$Lend_t$	0.160 (1.671)*	0.160 (1.675)*	0.173 (2.006)**	0.173 (2.011)**	0.273 (2.075)**	0.260 (1.991)**
$DEx_t$	0.225 (5.288)**	0.224 (5.263)**	0.219 (5.705)**	0.221 (5.785)**	0.089 (1.523)	0.093 (1.610)
$R^2$	0.014	0.014	0.016	0.020	0.005	0.021
D.W.	2.038	2.000	1.875	1.994	1.742	1.988

注 1) 上段が推計値、下段が t 値。

2) \*\* = 5%有意水準、\* = 10%有意水準。

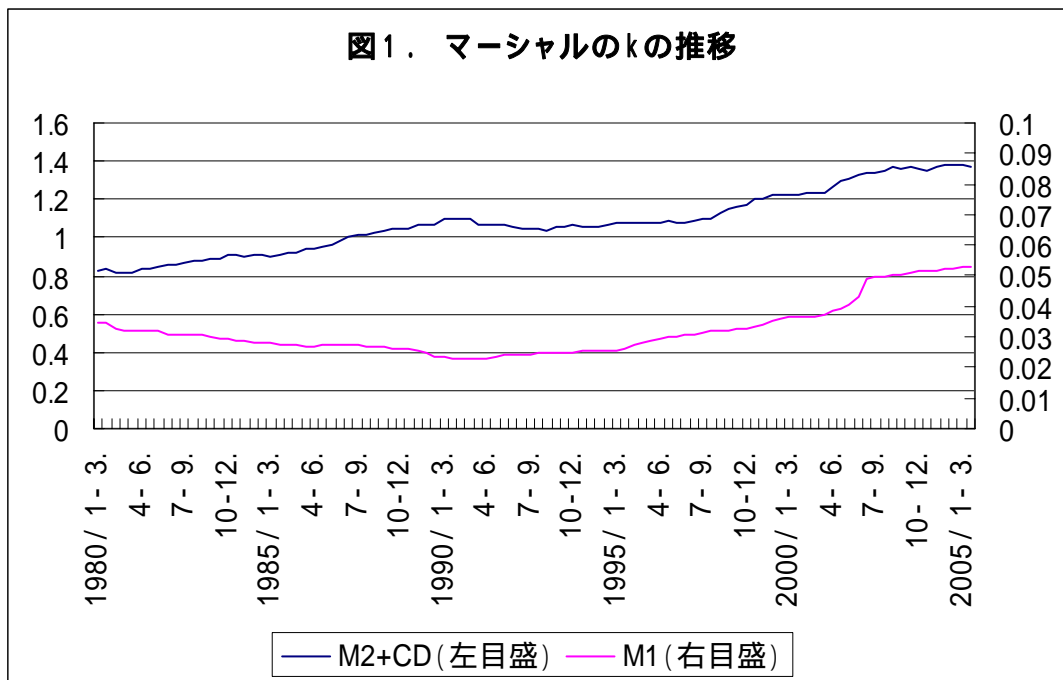
表5 . 非対称効果を考慮した推計結果

	日経平均		TOPIX		銀行株	
定数項	-0.074 (-1.050)	-0.076 (-1.086)	-0.058 (-0.914)	-0.055 (-0.877)	-0.198 (-2.074)**	-0.176 (-1.852)*
$DS_{t-1}$		-0.035 (-1.556)		0.051 (2.316)**		0.114 (5.096)**
$\log(USPread_{t-1})$	-0.039 (-1.928)*	-0.040 (-1.974)**	-0.033 (-1.84)*	-0.032 (-1.782)*	-0.066 (-2.401)**	-0.060 (-2.213)**
$\log(DSPread_{t-1})$	0.015 (1.801)*	0.015 (1.839)*	0.012 (1.671)*	0.012 (1.619)	0.009 (0.838)	0.009 (0.813)
$DSRate_t$	-0.914 (-0.822)	-0.907 (-0.816)	-0.437 (-0.547)	-0.572 (-0.573)	-1.299 (-0.861)	-1.338 (-0.893)
$Lend_t$	0.194 (1.910)*	0.196 (1.924)*	0.173 (2.149)**	0.195 (2.138)**	0.333 (2.410)**	0.315 (2.295)**
$DEx_t$	0.278 (5.984)**	0.276 (5.942)**	0.219 (6.553)**	0.276 (6.616)**	0.151 (2.402)**	0.156 (2.497)**
$R^2$	0.022	0.023	0.025	0.028	0.008	0.021
D.W.	2.115	2.046	1.948	2.050	1.753	1.972

注 1) 上段が推計値、下段が t 値。

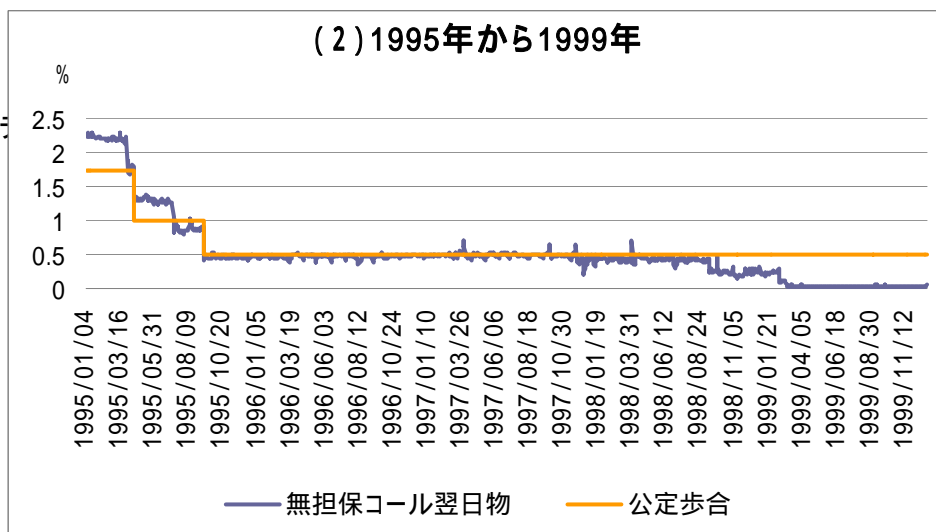
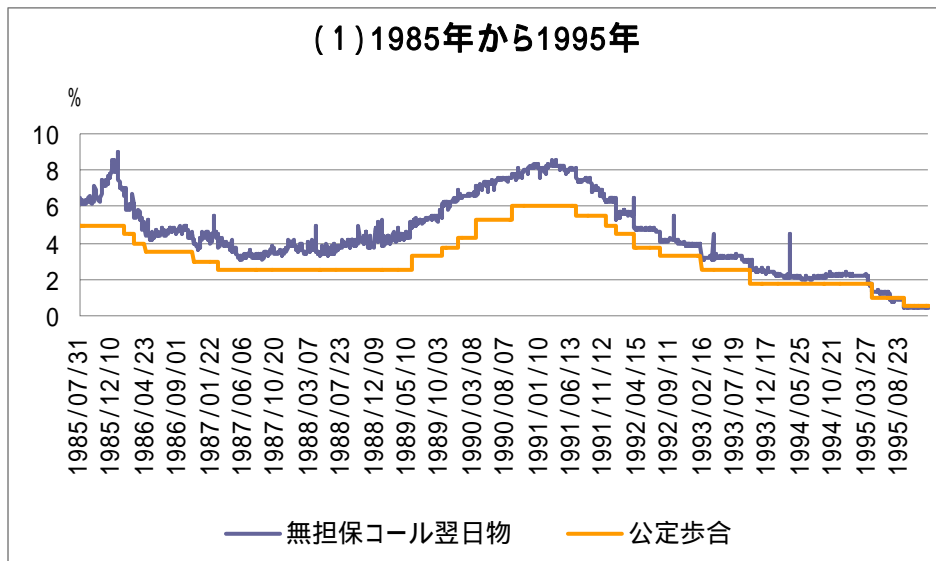
2) \*\* = 5%有意水準、\* = 10%有意水準。

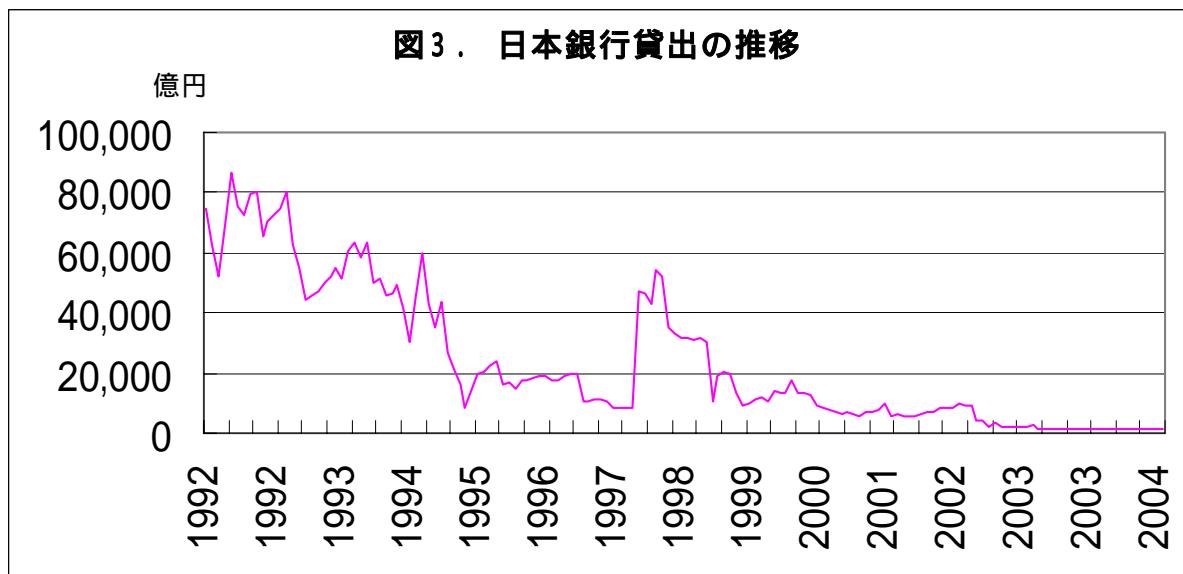




データの出所) 日本銀行。

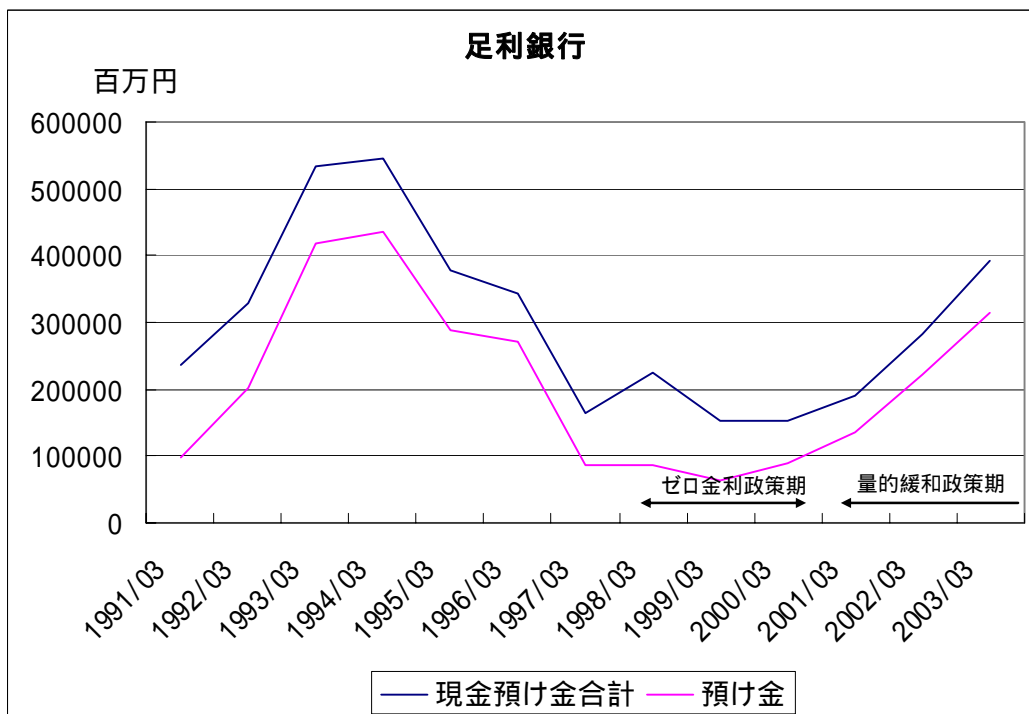
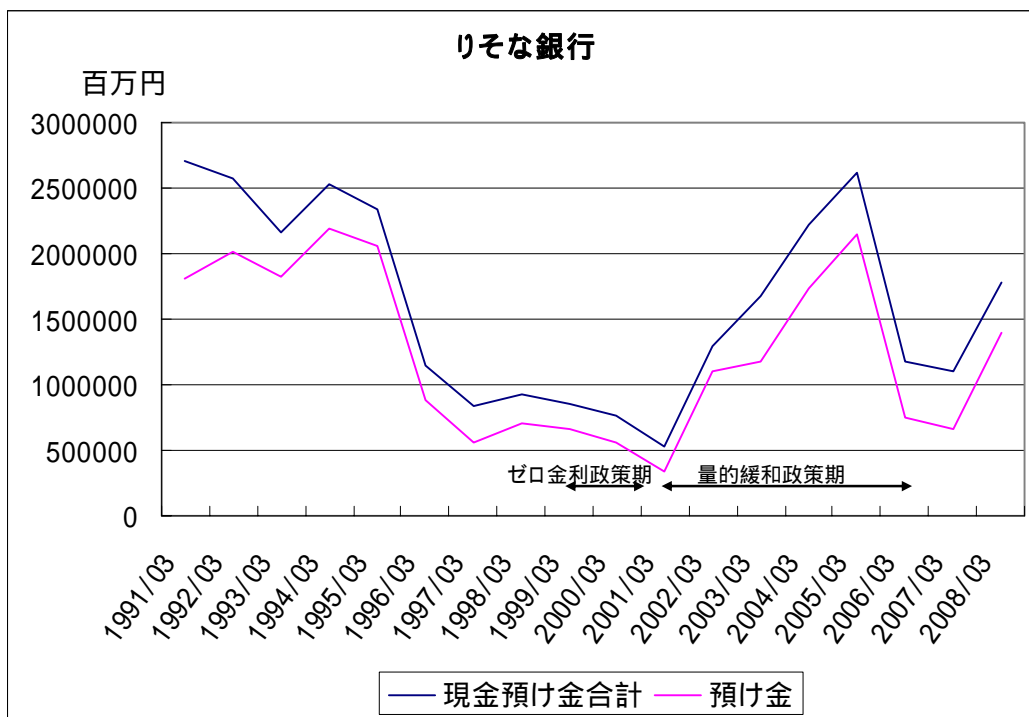
図2．公定歩合とコールレートの推移





データの出所) 日本銀行。

図4．りそな銀行と足利銀行の流動性の推移



データの出所) 各行の決算資料。

図5. ロンバート型貸出の増減

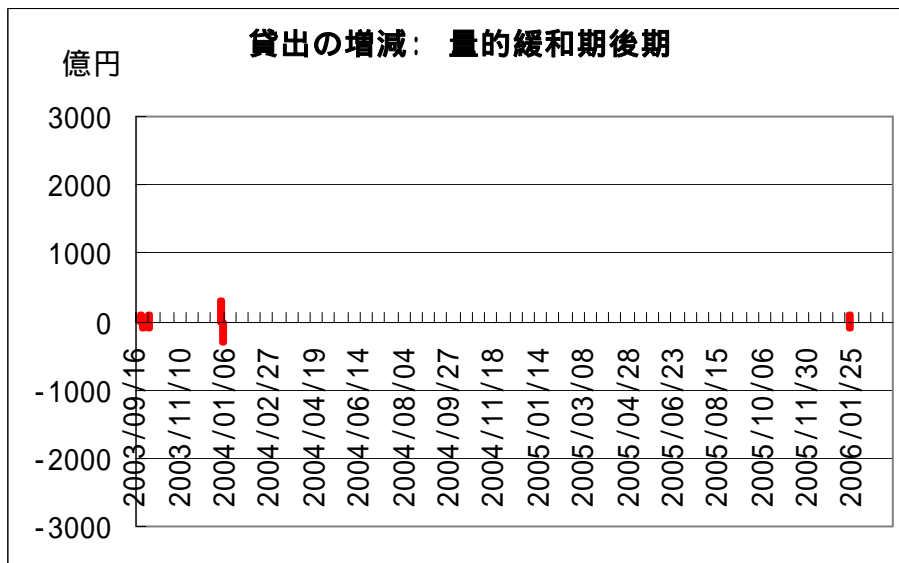
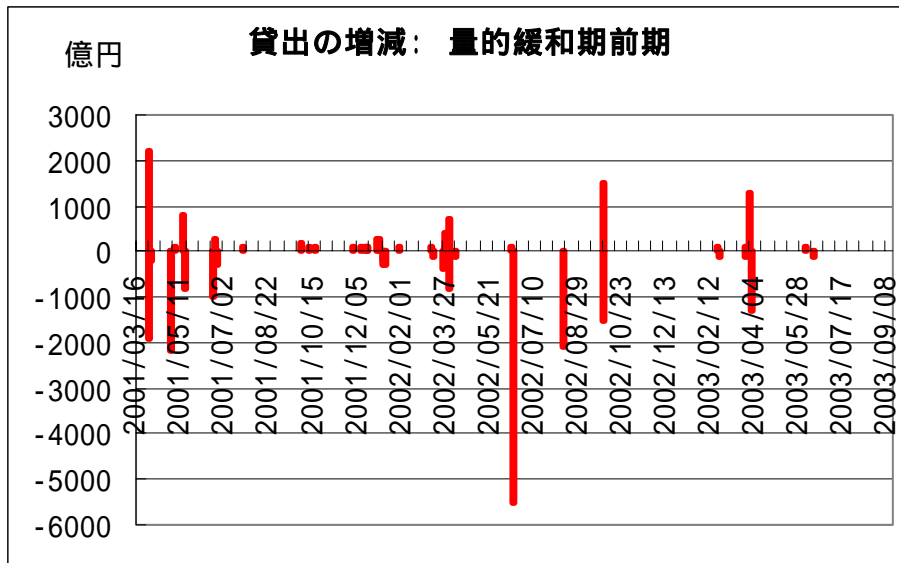
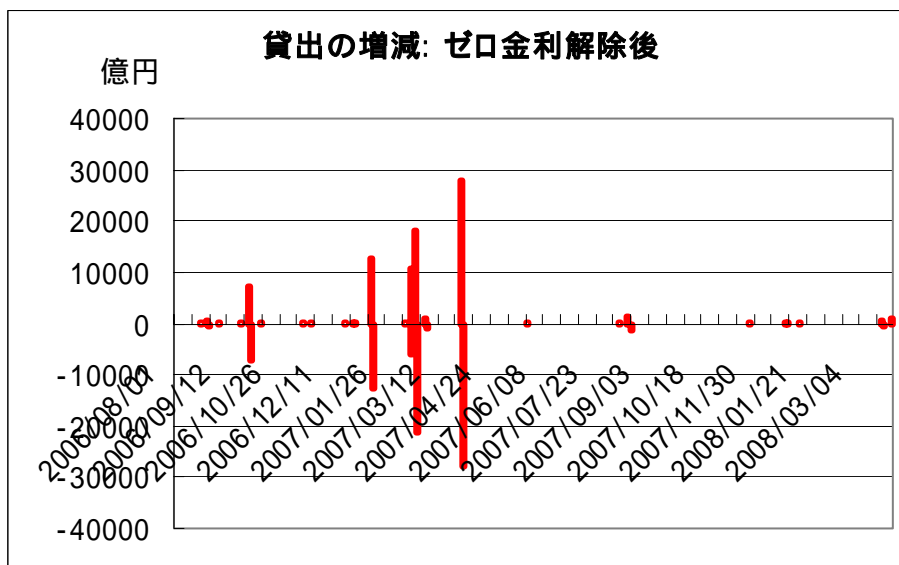
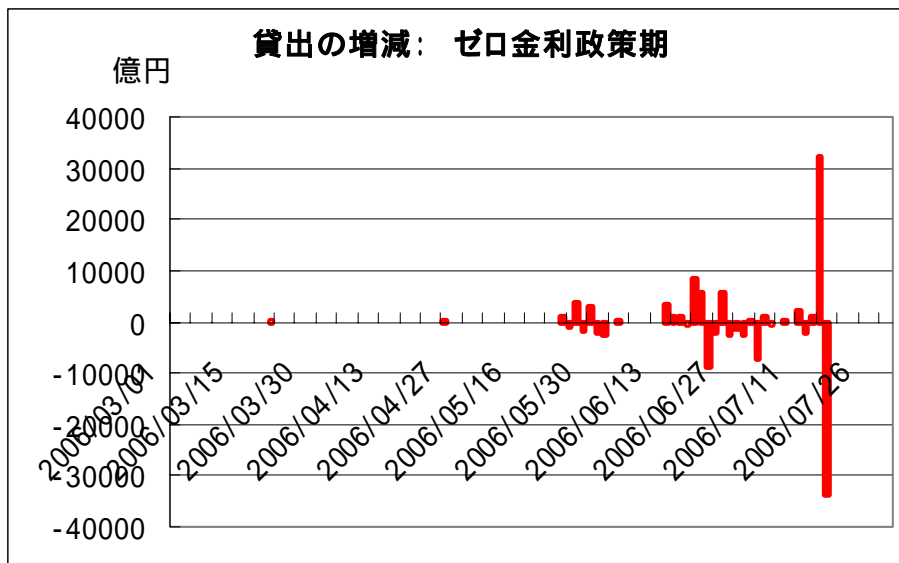


図5. ロンバート型貸出の増減（続き）



データの出所) 日本銀行。

図6 . コールレートの推移

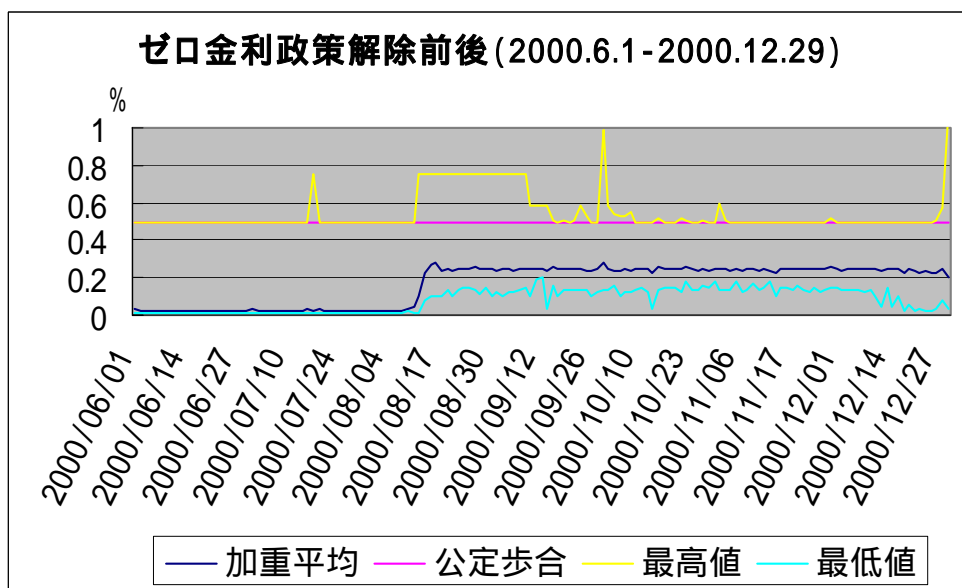
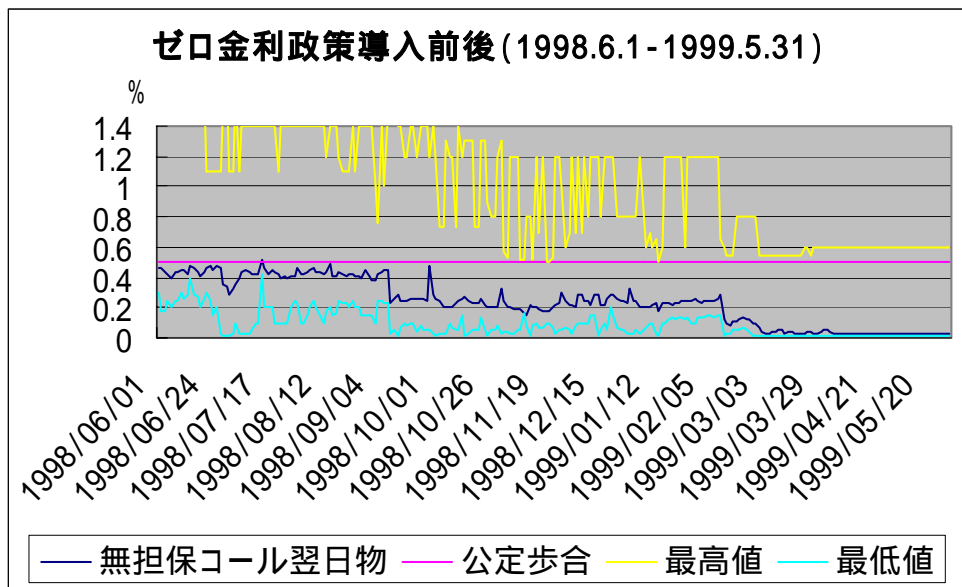


図6．コールレートの推移（続き）

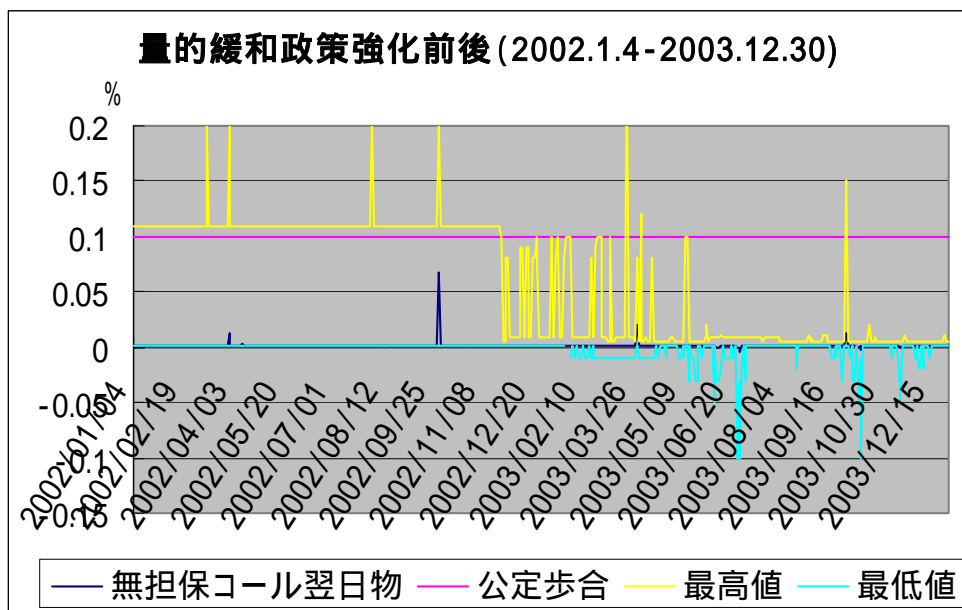
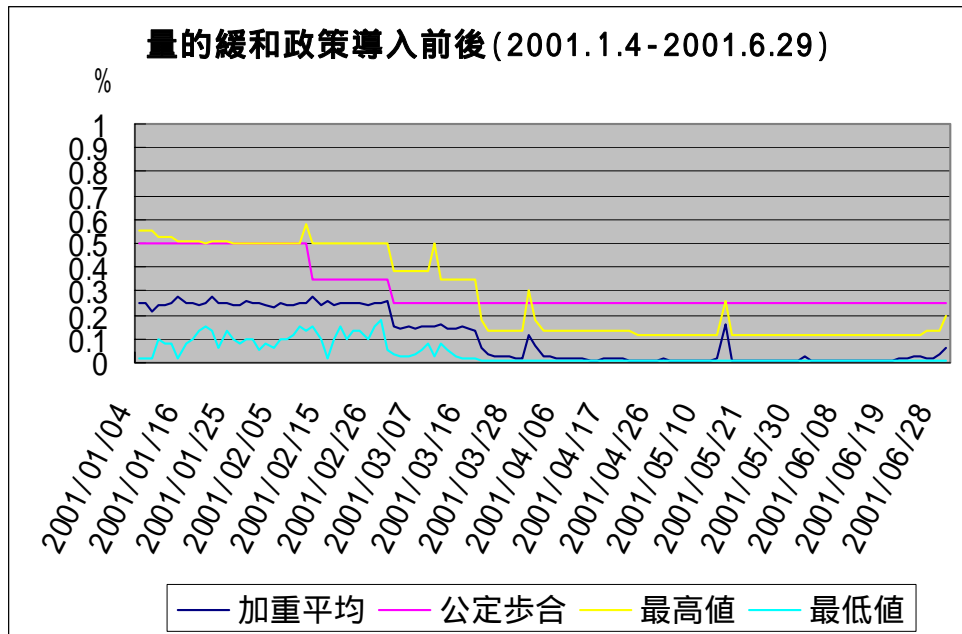




図6．コールレートの推移（続き）

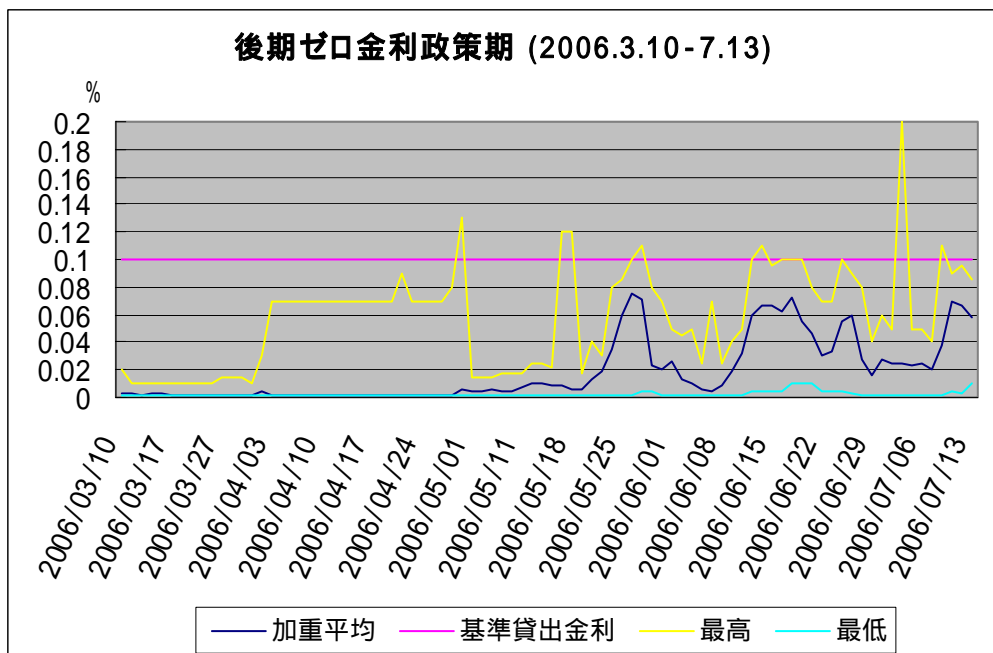
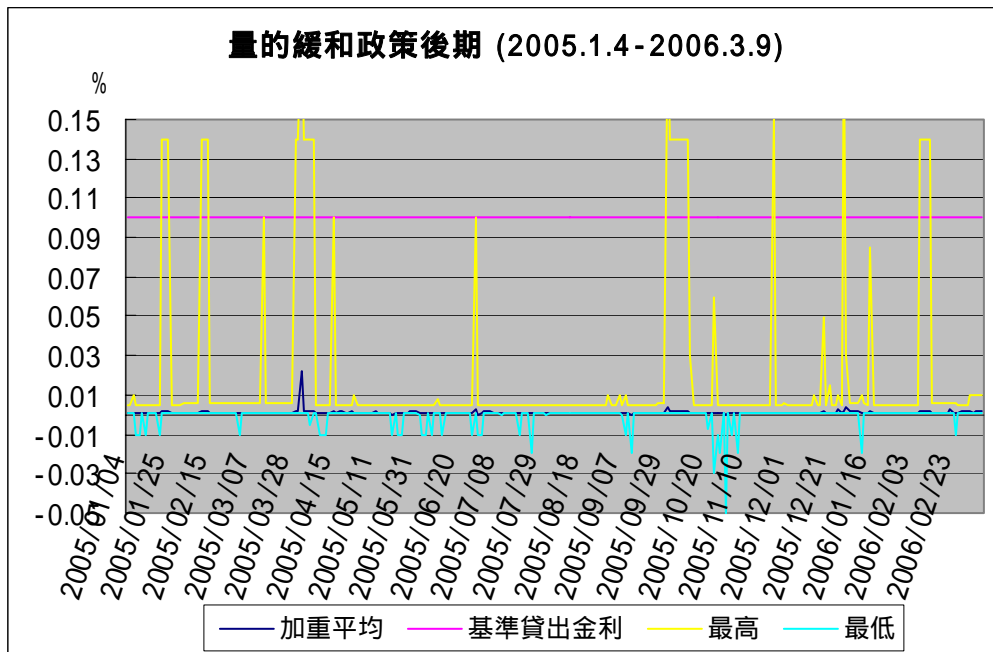
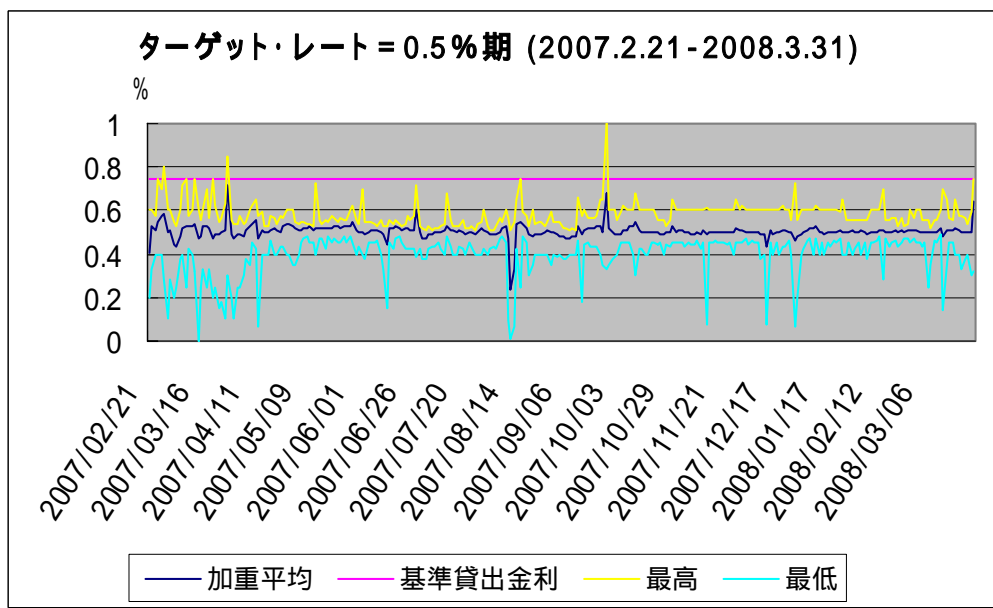
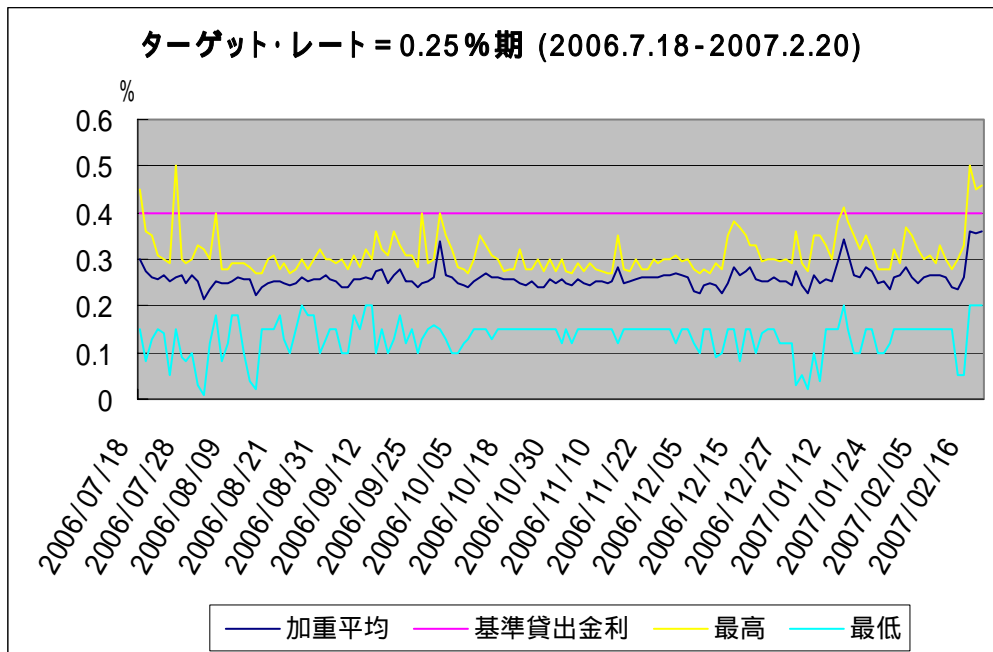


図6 . コールレートの推移 ( 続き )



データの出所) ロイターおよび日本銀行。