

ゼロ金利政策下における金融資産選択行動の歪み（上）

澤田 貴之

目次

1. 問題の所在
2. 流動性の罫とゼロ金利政策の家計部門への影響
3. 企業収益の持続的回復局面とゼロ金利政策の継続
4. ゼロ金利政策と株式投資ブームが重複した状況下における家計部門の金融資産選択

「利子率が一定水準にまで低落した後は、ほとんどすべての人がきわめて低い率の利子しか生まない債券を保有するよりは現金を保持しようとするようになるという意味において、流動性選好が事実上絶対的となる可能性がある。この場合には貨幣当局は利子率に対する効果的な統制力を失っているであろう。しかし、この極限的な場合は将来においては実際に重要なものとなるであろうけれども、現在までのところでは私はその例を知らない」（Keynes [1936] 塩野谷訳 207-208 ページ）。

1. 問題の所在

日々、実需をはるかに上回る国際的な投機資金が地球上を駆け巡っている。しかしながら情報通信の加速的な発達とアルゴリズム取引等に代表される金融商品取引のスピード化とそれを駆使する機関投資家たちの驚異的な成長とプレゼンスとは対照的に、日本における個人・家計レベルでの金融資産選択とその運用状況は常に情報の非対称化と著しい技術格差の下に置かれてきた。しかも、こうした前提条件の下で日本では米国と異なるファイナンシャルプランニングの違いが、様々な媒体を通じて強調され、世

界（米国）基準への同化的な論調が強まりこそすれ、決して弱まりはしない。

こうした現状には言うまでもなく、近年の日本における証券市場への個人投資家層の参入増が大きく関係しており、これらの人々がITバブル終焉後の株式市場の活況を支える新しい投資主体となってきたという事情がある。とりわけ2005年における個人投資家層の増大には目を見張るものがあり、東証によればこれら個人投資家層の取引高は04年に比較して1.8倍に膨れ上がった。

周知のごとく、この増大はネット口座の普及と手数料の大幅切り下げ、投資信託への個人マネーの流入と、企業業績の回復・向上に伴う株価上昇によって促進されたものであり、単に現物取引だけでなく、信用取引——その基準の緩和は零細な個人投資家を呼び込む原動力となった——をも通じて個人投資家層の裾野は従来にも増して広がりつつある。

いわゆるバブル期のような財テクブームとは明らかに一線を画した今回の景気の「踊り場」と企業業績の回復期における日本の個人・家計部門の証券投資ブームをどう捉えるのか、については様々なアプローチと解釈がありえよう。

主流的な見解としては左派的なアプローチを除けば、エコノミストを中心にして個人・家計部門を巻き込んだ本格的直接金融と株主価値・株価重視型経営への移行、米国型へのキャッチアップという企業部門の「健全経営への道」が示されてきた（例えば井手 [2005]）。しかし忘れてはならないこととして、今回のブームの前提には日銀による史上類を見ないゼロ金利政策とゼロ金利の長期化を実質的に約束する量的緩和政策というポリシーミックスが採用され、ゼロ金利下の状態において株式投資ブームが持続してきたことにある。

上述の政策効果をめぐる議論と研究については学界と実務家間で現時点に至るまでかなり検討されてきたと言ってよい。ただし政策・実務レベルでは企業部門の回復へ至るまでの「市場との対話」問題が重視され、家計部門というミクロレベルでの影響に関する問題は後景に退かざるをえなかった⁽¹⁾。ゆえにここで提起したい問題とは、こうしたポリシーミックス下で家計・個人の金融資産選択がどのような影響を受けたかという点にある。むろん預貯金から証券市場へ個人マネーがシフトしているといっても、そうした金融資産選好は依然として一般的な行動とはいえないかもしれないし（06年上半期現在で個人金融総資産高1500兆円のおよそ10%）、これから本稿で用いる、また既存の数々の統計が示すように平均的な日本の家計・個人部門の全体像を体現したものとも言えまい。

にもかかわらず、長期のゼロ金利政策下で生じた預貯金から（債券投資ではなく）証券投資へのシフトは、実際の中銀の教科書的な政策理論・政策行動と家計部門の金融資産選択との間に「歪み」をもたらしてきたと考えざるをえない。本稿（上）ではこうした「歪み」の背景には非均質的にならざるをえない各国中銀の政策と市場の階層化が起因していることを仮定しており、そこから日本における極めて稀な金融政

策とその一つの帰結としての家計部門の金融資産選択行動に焦点を当てることを目的とする。この後、次稿（下）では証券投資ブーム下での個人投資家層の行動に焦点を当てることにする。

2. 流動性の罠とゼロ金利政策の家計部門への影響

「流動性の罠」(liquidity trap) とは、元々 J. M. Keynes [1936] がその存在を紹介したもので、日本では低金利政策が長らく定着化するなかで、学術的な次元に限らず、日本経済の停滞や「失われた10年」(lost decade) に言及する際、もはや半ば一般化されたタームのように使用されてきた経緯がある。そこで「流動性の罠」という言葉に言及する前に、まずこれと並列してよく用いられる流動性選好 (liquidity preference) というタームについて言及しておかねばなるまい。この場合の「選好」とは貨幣を「選好」もしくは「需要」することを示している。その場合、他の金融資産よりも貨幣を手元に置いておこうとする経済主体の欲求であるといえる。

Keynes の提唱した貨幣的利子率に関する理論に従えば、貨幣に対する欲求は「取引動機」「予備的動機」「投機的動機」に分けることができ、利子率自体は、これらの動機に基づいて、貨幣需要量および中央銀行によって決定される貨幣供給量という需給の下で均衡する水準で決まるとされている。上述の動機の内、将来、様々な金融資産——株式、債券など何でも良い。ただ代表的な金融資産としてここでは株式を想定しておけばよい——に投資することに備えて、最も流動性の高い資産である貨幣を保有しようとするのが「投機的動機」である。

Keynes の良く知られた公式として $M1 + M2 = L1(Y) + L2(r)$ がある。M は保有される

総現金量、M1 は予備的動機を満たすために保有される現金量、M2 は投機的動機を満たすために保有される現金量である。また $L1(Y)$ 、 $L2(r)$ はそれぞれ所得水準と利子率とその期待の間の関係をあらわした流動性関数である。 $L1$ は所得 Y に対応する流動性関数であって $M1$ を決定し、 $L2$ は利子率 r の流動性関数であって $M2$ を決定する。ここでは利子率 r と $M2$ の関係のみに絞って見ておくことにしよう。その場合、最大の焦点は何が $L2$ を決定するのか、ということになる。

Keynes 自身は一定の $M2$ と一定の r の間に確定的な数量的関係はないとしつつも、 r 自体が「高度に心理的な現象」であることから、「ある与えられた期待の状態のもとにおいては」 r の低下と $M2$ の増加が結びつくという期待が生まれることを指摘している。そして本論分の冒頭で引用したように、 r が一定水準にまで低下してしまうと、流動性選好が絶対的なものとなってしまい、中銀の r に対するコントロールが喪失されてしまう。いわば $M2$ が動かないという状況になってしまい、人々は債券を保有しなくなるという「流動性の罫」が生じることになる。むしろ、この場合 r における一定の水準（具体的な数値）が Keynes 以降明示されてきたわけではない。しかし、極端なケースとしてゼロ金利というものを想定すれば、事態はわかりやすくなる。ただこのケースを念頭に置くことは、いわば「絶対0度」を想定するようなもので、現実には生じるケースとは思われていなかった。

非常に単純な古典的デフレと異なり、20世紀後半以降の資本主義諸国では、政策当局は——中銀であれ、世銀やIMFのような超国家機関であれ——、常に発展途上国も含めてインフレの抑制に腐心してきた。このためマクロの経済指標を基にしたテーラー・ルールの設定とその応用を通じて、中銀は90年代以降の金利の引

き上げを政策理論としてより洗練された金利政策遂行のための「道具」として用いるようになっていたのである。そして、こうした金利政策がグローバル・スタンダードとして用いられるようになっていた、まさにその時に日本で理論的にしか想定されていなかった事態が90年代後半から21世紀初頭にかけて起きたのである。

しかもこの場合の「流動性の罫」は、極限的な金融緩和に対して企業部門が反応できず、古典的ともいえるデフレスパイラルに日本経済が苦しんでいたため、債券だけでなく、人々は高いリスクを備えた株式からの収益や利回りに対しても期待を抱くことができなかった。通常、金融資産選択として株式と債券は代替的な関係にあるが、その代替性さえ欠落していたのである（ただし実際には国債利回りが極端に低くとも預貯金利率を上回っていれば人々は国債を購入する）。

93年からの10年間で支払われるべきであった家計の利子所得は約154兆円（05年1月28日衆議院予算委員会における福井日銀総裁の発言）にのぼったといわれている。日銀による持続的な低金利政策のスタート時期を91年と見なせば、また05年5月現在においてもゼロ金利政策が続いていることを考えれば、家計の逸失利子額はさらに上積みされることになる。通常政治的なスローガンとしてこのような逸失利子額は高齢者を中心とした預貯金保有者に打撃を与えることになるとともに、負債者（銀行、事業法人だけでなく国債を発行する政府も含む）に対しては低金利が優位に作用するために、「所得移転」が行われたと見なすことができる。

ただし長期的なゼロ金利政策が家計に及ぼした影響として、マクロ的に見た場合、逸失利子額を強調するのは適切ではない。第一生命経済研究所 [2006] のレポートによれば、日銀総裁と同じ算出方法を用い94-04年までの逸失利子額を計算すると171兆円になり、この間の家計

の支払い利子との通算として逸失利子額を算出し直すと支払い利子額については+（プラス）46兆円の負担軽減となり、逸失利子額はネットで124兆円に縮小するという。そしてこの124兆円は中高年者以上の世代によってシェアされ、特に60歳以上のシェアが大きくなる（50歳代マイナス27兆円、60歳代マイナス48兆円、70歳代マイナス41兆円）。40歳代以下は金融資産と同程度の負債を抱えているため、同年代での負担の増減はほぼ相殺されており、家計のネット逸失分は住宅ローンなどを完済した年金受給層に集中しているという結果になる。

それでは家計部門とは対照的に企業部門では利子収支が改善されたのかというと、上述のレポートでは企業部門の利子負担はマイナス146兆円（借入返済が元本を減らした効果を割り引くとマイナス83兆円）と推算しているものの、「94-2004年度にかけて、預金取扱金融機関の貸出金償却（含む間接償却）は実に累計103兆円に達する。家計からの所得移転分をはるかに上回る利益が、過剰債務返済と不良債権処理につき込まれたと理解できる」（同2ページ）と述べている。つまり所得移転による総支出誘発効果は生まれず、2001年度以降は企業よりも家計の方が支払い利子額が大きくなっていること（家計13.6兆円、企業11.3兆円）、家計の受取配当が04年に受取利子を上回っていること（受取利子額4.5兆円、受取配当額4.9兆円）から、家計部門における金融資産収支がゼロ金利政策によって歪な形になっていることが指摘されている（以上の元データは内閣府『国民経済計算』）。

従来、日本の家計金融資産の構成比は欧米諸国と比較して、預貯金に偏り過ぎているということが指摘され続けてきた。このため家計金融資産の預貯金から株式などへのシフトが政府によって声高に叫ばれてきたが、そうしたシフトは容易に起きず、むしろ家計部門の預貯金もし

くは現金保有は、バブル崩壊後、失われた15年と深化するデフレ状況下でそれらの構成比を高めてきたという経緯がある。このことを簡単に統計数字から振り返っておくことにしよう。

まず事実上のゼロ金利状態がスタートした90年代後半のデータとして96年度末の家計金融資産残高の構成比を見ると、現金・預貯金が57%と優に半分以上を占めており、次いで保険（主として生命保険）が26%で、これらだけで金融資産残高の80%以上を占めている。そして残りを株式9%、信託4%、投信2%、公社債2%が占めているにすぎなかった。これを86年度末の構成比と比較すれば、保険で9ポイント、預貯金で5ポイントの構成比増であるのに対して、株式は9ポイント、公社債は3ポイント、投信は1ポイント構成比が減少していることになり、バブル崩壊後に家計部門における金融資産選択は、株式市況の低迷とデフレ状況に対して、非常に保守的（元々保守的であったのだが）な方向に振れていたことがわかる（国民生活センター編[1998]32ページ）。当時の「金融ビッグバン」というスローガンは、こと家計部門の金融資産選択とその行動に対して影響力が無かったに等しかった。

さらにその後の変化を追ってみよう。ここでは2000年以降について別の統計から家計部門における金融資産構成がどう変化したかを確認しておく。図1は日米の家計部門における金融資産構成比の変化を比較したものである。01年段階（総資産約1200兆円）で日本の場合の現金・預金への偏りが顕著で、この傾向は05年末時点（総資産約1500兆円）でも大きく変わっていないかのようにみえる。しかし株式・出資金、投信における構成比が上昇している反面で債券の構成比が落ちていることがわかって（この変化については4節で後述する）。そしてこれは05年末段階における1500兆円を超える家計の金融資産構成比の「総体」にすぎず、高齢者層

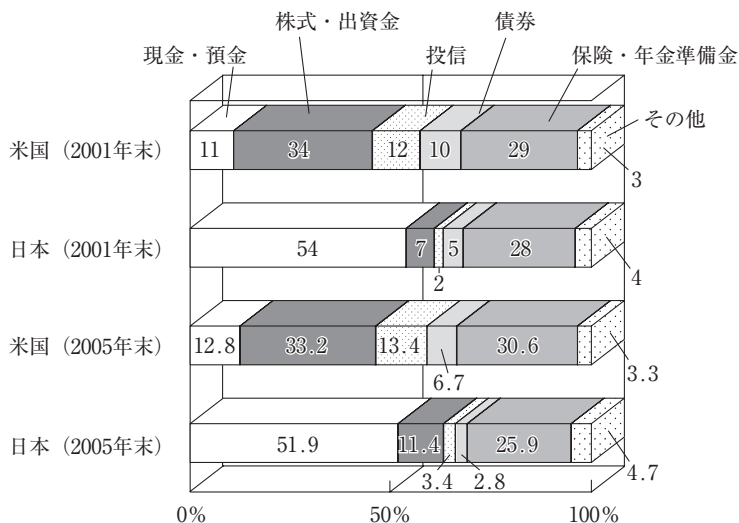


図1 日米の家計部門における金融資産構成比の変化

（出所）金融広報中央委員会「金融資産と負債」（Web），日銀調査統計局 [2006] より作成。

を中心とする実際の相対的富裕層の構成比の変化については現金・預貯金から証券・投信へのシフトがより顕著になっていると推察できる。投信も含めれば約 220 兆円の個人マネーが国外を含む証券市場へ流れたことになる。また保険・年金等による迂回的投資を加えれば、その額はさらに巨額になる。

ゼロ金利という制約下で日銀の採用した金融政策については、概ねその正当性を評価する見解が提示されており、90年代前半時点の政策を振り返って、日銀側も自らの検証に基づいて自己評価を行ってきた。日銀調査統計局 [2006] は日本経済の大型マクロモデルである JEM (Japanese Economic Model) を使用した確率シミュレーションから、政策効果（政策乗数）の不確実性を考慮した場合、「当時の日銀の政策運営はほぼ最適なものであったとの結果が得られた」と、結論付けている。この点が90年代後半以降のデフレ問題とその克服と関連づけられており、以下続けて同ペーパーの冒頭要約部分を引用しておく。「90年代前半においてイン

フレ過程の不確実性をより重視し、積極的な金融緩和を行うべきであったとの議論は可能であろう。実際、そうした観点からカウンター・ファクチュアル・シミュレーションを行ってみると、90年代前半により緩和的な政策対応を行っていたら、インフレ率や実質成長率をある程度下支えすることはできたという結果が得られた。ただし、シミュレーションは同時に、その効果は限定的であり、金融政策だけで、90年代の長期停滞という全体像を変えることはできなかったであろうことを示唆するものであった」。

実際、史上例を見ない金融緩和策はITバブル終焉後、企業部門の自律的回復を待ってはじめて市場との「心理戦」においてのみ機能しはじめたにすぎなかったのである。その結果、長期にわたって家計部門の金融資産は事実上利子を生まない預貯金に張り付いたままとなった。物価の下落するデフレ状況下では貨幣保有は有利となり、名目金利（実質金利プラス物価変動率）が低下するほど投機的動機に基づく貨幣の需要は増大する。ところが日銀によるゼロ金利

政策が長期に続いてきた状況下では、貨幣と金融資産が代替的な関係に変わるために、流動性の最も高い貨幣需要が無限大になる。このことによって間接金融を通じて生産的な投資へ資金が振り向けられないという状況が生まれる。日本経済は90年代後半以降、こうしたいわゆる「流動性の罠」に陥ったといわれるようになったのである。

3. 企業収益の持続的回復局面とゼロ金利政策の継続

景気回復の指標としての設備投資へ資金が振り向けられないのは間接金融の担い手たる銀行が公的資金を受け入れ、不良債権処理と自己資本比率の改善・維持に追われ、貸し渋り・貸し剥がしが頻発したことと、企業側の資金需要も縮小し、銀行も事業法人もバランスシートの改善（いわゆるバランスシート不況の持続）と過剰設備の処理、リストラに追われ続けたことに起因していた。仮に企業側が新規・追加の融資を望んでもバランスシートが健全でない場合、借り入れは非常に困難であった。ただし問題はこれだけにとどまらない。金融資産は預貯金だけでなく、経済主体・公衆は代表的な金融資産である株式の利回りと名目利子率を比較しながら、投資先を選択することになるからである。その場合、企業側需要とともに、資金が直接金融を通じて供給されれば、問題は無いのだが、ここでも当然のごとくデフレスパイラルを通じて証券市場での取引総額も株価も縮小・下落傾向が長らく続いてきた。

2000年の株価下落に至るまでの証券市場におけるIT好況と株価高騰は一部のIT関連企業によって先導されたものにすぎず、このときはまだ製造業も銀行も本格的な業績回復の軌道にのっていなかった。にもかかわらず日銀はゼロ金利解除を早期に打ち出し、株価の暴落を招

く契機をつくってしまった。そしてITバブルの破裂以降、日銀は市中銀行からの当座預金量を増大させる量的緩和措置を採用することになる。量的緩和措置によって市中における金余りを一挙に拡大させたものの、その直接の政策効果については大部分のエコノミストは懐疑的であった。ただ結果的には量的緩和措置が存続する限り、ゼロ金利状態は保証されるというアナウンスメント効果を果たしたという意味では、企業部門の体力回復期においては一定の役割を果たしたといえよう。

中央銀行（日銀）サイドからすれば、こうした未曾有の、かつ異常なゼロ金利政策をいつまでも維持することはできず、少しでも持続的な物価上昇の兆候が現れれば解消することを狙うのは当然ともいえる。にもかかわらずゼロ金利解除の前段階ともいえる量的緩和措置が5年以上の長きにわたって続いたのは、デフレ脱却の兆候がまったく見えず、生産的な資金需要が創出されもせず増大もしなかったからである。デフレスパイラルを回避するためにも、この期間において、一部自民党政治家の間から「インフレターゲット」論が声高に叫ばれることもあったが、この場合の「インフレターゲット」とは、資産デフレを止めるために意図的にインフレを発生させようということと同義であった。そして、こうした誤解が生じたのは先進諸国の中で唯一例のない長期デフレに巻き込まれたため、適度な資産インフレ論が待望されるような状況にあったからである。

本来、「インフレターゲット」のターゲットとはインフレ抑制を目安とする中央銀行の政策であり、米国のFRBに限らず、発展途国を含めて世界中の至るところでインフレの高進を押しえ込むことに金融政策のみならず経済政策の主眼があると言っても過言ではない。中央銀行の金利政策理論にはJohn B. Taylor [1993]によって提唱され応用・普及した透明度の高い

「テラー・ルール」がある。これは名目（短期）金利の望ましい利率の決め方を示したもので、 $4\% + 1.5 \times (A - T)\% + 0.5 \times Gg$ として算出される。Aは現実のインフレ率、Tは目標インフレ率、GgはGDPギャップ（設備・労働の完全利用による潜在的GDPと実際のGDPとの乖離をあらわしたものをそれぞれあらわしている。量的緩和以降の望ましい名目金利の数値設定に関する議論はさておき、量的緩和以前のCPI（消費者物価指数）がマイナスという状況下では（A - T）の数値を客観的に定めることが極めて困難である上に、GDPギャップそのものの乖離（マイナス）が存在していたために名目金利はゼロにならざるをえない状況であった⁽²⁾。

05年末にはGDPギャップ（これ自体需給数値の解釈によって異なってくるが）が解消したことを内閣府は翌年の3月中旬に発表しており、ここにGgのマイナスという要素はなくなり、それがプラスに転じたことで供給不足による物価上昇とデフレスパイラル（設備・雇用過剰→物価下落→デフレ悪化の悪循環）からの脱却が期待されることになった。その後の経緯については改めて述べるまでもなからう。先の日銀の採用した政策はあくまでも将来に対するデフレ脱却までのアナウンスを浸透させる意味で「時間軸政策」（植田 [2006]）として部分的な評価もあるが、実際には銀行を除けば、企業部門サイドの自助努力に負った部分が大きかったといえよう。

株価自体は03年以降、回復局面に入るとともに、他方で日本のゼロ金利はヘッジファンドを中心とした機関投資家による安価な円資金調達を通じて日本と日本以外の市場で株高を演出する一つの要因となったキャリートレードを促進させてきた。量的緩和措置解除後もゼロ金利が継続するか、国際的にみて極端に金利が低いという状況が続くならば、日本での資金調達が

ヘッジファンドにとって安上がりであることには変わりはなく、こうしたトレードの減少にはつながるものの、トレード自体が持続していくことには変わりはない。米国やEUの金利動向（金利上昇）次第で、こうしたキャリートレードを行う投資主体は投資先のシフトで対応することになり、西欧諸国の株式をはじめとした金融市場での取引に資金が流れこみ、一層の株高を招き、それまでの投資先であった新興市場からは資金が引き上げられ、株価下落を招くことになる。

上述のような事態は実際、06年3月の量的緩和解除後発生している。新興市場の中では相対的に市場規模の大きいBRICsを除いた小型新興市場が深刻な影響を被った。トルコ、東欧市場、そしてドバイをはじめとする中東市場では、それまでの外国人買いによる資金流入で加熱していた市場が一変して冷え込むという事態に陥った。このように日本の金融政策は世界市場に対して極めて大きな影響力を持ってきた。そして国際マクロ的な金融政策という観点から見れば、日本の量的緩和措置解除については、金利上昇懸念から日本政府だけでなくOECD、米国エコノミストたちも時期尚早であるとして、世界市場へ与える影響を考慮して懐疑的であった。他方では、こうした日米金利差と米国への資金流入を前提とした国際金融パラダイムの下では、そもそも一國中立的な「理論的に公正な金融政策」や金利政策のデファクト・スタンダードとしての「テラー・ルール」が成立しえないことも事実であった。

ゼロ金利よりも上流に位置する量的緩和措置がとられたことで、市場側からすれば確実にゼロ金利は量的緩和措置が解除されない間は続くこと確信できるわけだが、その反面このような前例のない政策によって、中銀（日銀）は金利を操作するという中銀の政策の要をもぎとられた格好になる。日本の量的緩和解除後、インフレ

が懸念される状況下で米国は利上げを行ってきたが、日米の金利差を維持しておくことに加え、政策の要（カード）を確保（利上げ）しておけば、利上げ打ち止めから将来の金利下げという幅広い選択肢と権限を担保することができる。しかし、量的緩和措置実施期の日銀には事実上何もなかったのである。従って日銀側からすれば、政策の要である金利政策手段を取り戻すために量的緩和措置と可能な限り早い利上げを欲するところである。なぜならばFRBと同じ抽象的かつ共通した中銀の理論的バックボーンを日銀が共有しているからである。ところが現実の国際金融のパラダイムの下では、FRBと日銀の間に一種のトレードオフ関係が生じ、相互に共鳴現象のような政策対応をとらなければならないことになる。

他方で政策理論のスタンダードとして正しいことが、もう一方ではそうでなくなるのである。例えば片方（FRB）が低金利政策を持続した場合、もう一方はさらに片方の金利水準より低い金利に誘導する必要が生じ、水（資金）の流れが逆流することは許されない（と言っても両国間の金利差そのものは変化する）。こうした国際金融パラダイムと二つの中銀の下では、マクロ的な政策の違いだけでなく、ミクロ的な次元においても、二つの国の国民の間に異なる投資行動や金融資産に対する対応が形成されざるをえないことになる。すなわち合理的と思われる金融資産選択の機会が片方の国では奪われることになる。仮にこの現象をここでは「金融資産選択の機会喪失」（no choice on financial behavior）と呼んでおこう。

このような「金融資産選択の機会喪失」は開発途上国が成長戦略として採用する「政策金融」などに示される、金融市場へ政府が介入する「金融抑圧」と似ており、この場合も政府による低金利政策、特定業種に対する銀行を通じた低利融資や様々な金融・為替規制によって公衆は合

理的な金融資産選択の機会を奪われていることになる。しかしながら個人が低所得段階にある途上国では国内の証券・債券市場は未成熟かつ狭隘な市場に留まるために、金融資産選択という行動自体重要ではない。一人当たりの平均金融資産残高が一定程度に達した先進国がこれに近い諸国において、はじめて選択の機会が重要となってくる。また先進国間においても各国民レベルの選択結果は異なっており、証券投資に保守的で相対的に預貯金に個人の選択が傾いている日本、ドイツなどと米国は対照的である。金融制度の必要な規制と規制緩和の両建ての存在、確定拠出年金の導入状況、社会政策に基づいた制度基盤、税制、金融教育などの違いによって選択行動が変わってくるわけだが、米国でさえも一般的に個人が証券投資へ比重を傾けるようになったのは1980年代以降にすぎない。

つまり金融資産選択の重要性が高まったのは、米国を発信源とした金融ビッグバン、金融グローバル化の拡大と軌を一にしていく。米国のFF金利が非常に低く設定された低金利政策の下で、日銀は一層の低金利誘導を行わざるをえず、その結果がゼロ金利であった。ゼロ金利に近い史上類例のない低金利政策は90年代半ばから始まり、周知のごとくその低下圧力は一層強まっていった。よりゼロ金利政策へ本格的に接近する契機となったのは、98年9月の無担保コールレート翌日物の0.25%への引き下げであり、その後2000年8月まで実質ゼロ金利にまで低下していくことになる。この時期まで米国と共に日本でもIT関係業種を中心とした景気回復の兆しが見え始め、証券市場もIT関連株の上昇に牽引されて好調であるかのように見えた。CPI上昇率は依然として十分な水準に達しているとはいえなかったが、同日銀はデフレ懸念が払拭できる情勢であると判断して、コールレートを0.25%に引き上げた。しかしながら、この直後、米国を震源地とする

ドット・コム好況、すなわち IT バブルがはじけるという事態が起きる。同年 3 月より量的緩和政策が採用され、後の経過は表 1 に示したとおりである。ここではじめてゼロ金利下で通常の政策手段をなくした、言い換えれば手足をもぎとられた日銀は残され

表 1 日銀の政策スタンスと米国金利

決定日	調節方針	米国の金利動向
2003.4.8	日本銀行当座預金残高が17～22兆円程度となるよう金融市場調節を行う。 なお、当面、国際政治情勢など不確実性の高い状況が続くとみられることを踏まえ、金融市場の安定確保に万全を期すため、必要に応じ、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。	FFレート、2003年6月25日1.25%から1%へ引き下げ
2003.4.30	日本銀行当座預金残高が22～27兆円程度となるよう金融市場調節を行う。 なお、当面、不確実性の高い状況が続くとみられることを踏まえ、金融市場の安定確保に万全を期すため、必要に応じ、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。	FFレート1%
2003.5.20	日本銀行当座預金残高が27～30兆円程度となるよう金融市場調節を行う。 なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。	FFレート1%
2003.10.10	日本銀行当座預金残高が27～32兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。	FFレート1%
2004.1.20	日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。	FFレート1%、6月30日以降段階的に切り上げ。12月14日2.25%へ
2005.5.20	日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。	FFレート2月から段階的に引き上げ2.50%から4%へ
2006.3.9	無担保コールレート（オーバーナイト物）を、概ねゼロ%で推移するよう促す。	FFレート利上げ継続

出所) 日銀調査統計局『金融経済統計月報』06年各月号より作成。

た唯一の政策手段として当座預金の増大という量的緩和政策しか持っていなかったことになる。今日まで同政策についてはそれ自体として直接効果はなくとも、少なくとも市場に対するインフレ期待を抱かせるアナウンス効果はあった、という評価は多い。(いわゆる米国型「市場との対話路線」の定着化)。ただし直接の政策効果としては市場に出回る資金を増大させても、実際に需要が伴わなければ、つまり市中銀行を通じた資金貸し出しが増加するという方向に向かわなければ、無為に日銀当預が積み増しされただけということになる。

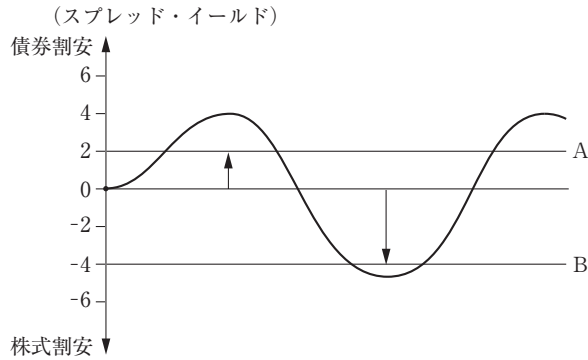
銀行も法人企業もバランスシートの改善に要する時間は予想以上に長期化したわけで、借り手側は有利子負債の縮小と銀行への債務返済、貸し手側は BIS 基準を満たすべく自己資本比率の向上と貸し渋り、貸し剥がしという対応に終始し、長期にわたって企業財務面で「キャッシュフロー」が重視され、同時に企業はリストラを中心としたスリム化に奔走したため、設備投資への資金需要が生じ、物価が継続的かつ安定的に上昇するには非常に長い時間を要したことになる。90年代半を実質ゼロ金利のスタート時期として起算すれば、ちょうど「失われた10年」(実際は15年)になる。しかもこの間大手銀行は公的資金注入を受け入れ、それでも十分でなかったため、株価下落による含み損を抱えた大手銀行を救済するために、日銀は量的緩和政策以後、総額3兆円にのぼる株式を銀行から買い上げている(02年末-04年9月)。いわゆる PKO (Price Keeping Operation, 株価維持政策) であるが、日銀は公式に PKO とは位置づけていない。

4. ゼロ金利政策と株式投資ブームが重複した状況下における家計部門の金融資産選択

ここで取り上げる家計の金融資産選択行動は実質ゼロ金利期間となったすべてを指すものではなく、企業部門の収益が回復し増益基調を継続的に示すようになった2003年以降から2005年末までの日経平均株価が急伸し新興国市場並みの株式ブームをもたらした期間を指している。この期間、特に2005年下半年に日経平均株価を押し上げた最大の要因は外国人機関投資家による日本株の大幅な買い越しにあり、そうした買い越しが行われた理由としては、回復基調を示してきた企業部門全体の平均 PER (株価収益率) が割安に放置されていたことにある。新旧の個人投資家層はこうした機関投資家層と共に期待収益を見込んで市場への参入を強めていったのである⁽³⁾。

家計部門の金融資産選択行動と実際の利用できうるデータとの照合は本稿(下)で検討を予定しているので、ここではデフレスパイラル下で家計部門が旧来の預貯金に張り付いたまま、株式益回りが上昇したためにイールドスプレッドに大きな差が拡大し、家計部門に対して極端な金融資産選択を引き起こすインセンティブを与える結果につながったという点のみを指摘しておきたい。すなわち長期金利から株式益回りを差し引いたイールドスプレッドが最大の低下幅に達したことで、経済合理的な家計部門は預貯金・債券と株式との間で後者への選好を強めることになった。このプロセスは企業収益増、ROE (株式資本利益率) 改善とともに「流動性の罨」から脱する最初のエンジンとなり、景気回復期に伴う企業部門の設備投資増と共に、市場で株式期待利益率が高まるという好循環を生み出すことになる。しかしながらこの局面では図2に示したように、金融資産選好は偏向した

(A) 通常（イメージ）



(B) 企業部門の収益拡大期（イメージ）

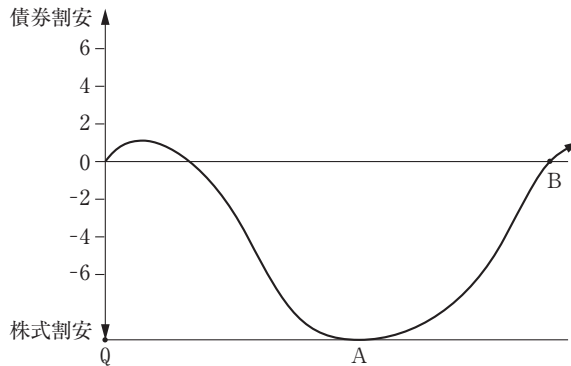


図2 ゼロ金利期間と企業部門の収益拡大期の金融資産選択曲線

(出所) 筆者作成。

ものにならざるをえない。国内債券の利回りが異常に低いためである。

通常の状態を仮定した上の図（イメージ）ではイールドスプレッドのプラス幅が拡大すれば人々は株式から債券保有へとポジションを変更するであろう（Aへシフトした場合）。またマイナス幅が拡大した場合は株式保有へ（Bへシフトした場合），というようになり，実際の人々の債券・株式保有の比率は合理的と思われるようなバランスをとるものと仮定される。しかし，下図のように長期的なゼロ金利が実施された場合，状況は全く異なるものとなろう。ゼロ金利によってイールドスプレッドは株式割安の

最大値 Q に達したところで証券投資への配分が極大化し，その後曲線は金利上昇予測を織り込んで，または実際の利上げに対応して A から B へ推移するというものである。ただしこの過程に関しては企業業績の持続的改善による PER から見た株式の割安度，為替他の要因を捨象しているので，他の要因次第で「偏向曲線」は長期化もするし短期化もする。この点を勘案しても指摘しておかなければならない重要な点としては，企業収益の回復期とゼロ金利期間が長期化したため，A の最大値に接する期間が長期化し，極めて短期間に絶対額における金融資産の偏向，預貯金からの急激なリスク資産への

シフトが生じたことにある。

以上のイールドスプレッドの最大低下局面では、家計部門は株式益回りと同様株式型投信の運用益回りを並列させ、金融資産選択行動を起こすことになる。周知のごとく、初期の段階で個人マネーは国内債券よりもグローバル・ソブリン（国際投信投資顧問、05年末時点で資産5兆円超、推定120万人購入）に代表される外債型投信の購入に向かった。その後、株式型投信（日本株、新興国株）の人气に火が付き、これら投信の購入が増加していくことになる。家計部門の金融資産選択上、為替リスクを伴うことから外国債券等の他の金融資産を除いた場合、債券<株式という選好は非合理的とは言えず、家計部門における損失リスク（本稿（下）で検討予定）はあるとしても、投信の場合、05年下半期間における運用収益は高く主要日本株投信はすべてプラスとなっている。ただ国民の長期的な資産形成と運用という観点からすれば極めて偏向しており、新興国市場における株式ブーム同様のリスクなポジションを国民がとることを結果的に政府と中銀は誘導したといえる。

今回、本稿で取り上げた問題は日銀という一国単位の、類例のないゼロ金利政策の正当性とその効果の検証ではなく、またそれによってもたらされた家計部門へのしわ寄せ（金利獲得の機会喪失）を批判することでもない。一見、中銀の金融政策にグローバル・スタンダードがあるように思われているが、既に繰り返して言及してきたように中核的な金融センター以外の地域では米国流の「健全な」家計のファイナンシャルプランニングは実現しにくいということであり、むしろ家計の金融資産選択は、日本のように極端な政策を通じて企業収益の回復・再成長期においてバランスの崩れた極端な選択（国内証券投資）を生み出す可能性があるということである。

このような家計の金融資産選択の「歪み」は、

現状では預貯金から証券投資を中心とする金融資産へのシフトに伴う過渡的な現象として片付けられてしまう可能性もある。事実、世界第二の規模を誇る東証といえども新興国市場並みのボラティリティにさらされた結果、欧米市場並みのインフラ整備と制度改革が叫ばれ実施されてきた。また個人投資家に対しては、投資家セミナーや業績に基づいた銘柄選別、投資教育の重要性というような意識改革・自己責任の問題へと世論の関心が移行しつつある。

市場の発展段階度・成熟度に関わりなく、市場そのものがグローバル・スタンダードと称される中心国の中銀の金融政策を起点とする以上、それ以外の諸国（日本だけでなく新興市場の諸国も含む）では本稿で示唆したとおり、家計部門はバランスのとれた金融資産選択の自由を中心国と比較して事実上奪われてしまっていることになる。その意味では単に日銀による金利政策というカード獲得だけにとどまらず、こうした偏向を是正するためにも日銀の利上げは重要性を持った決断ということになるかもしれないが、その是正もそもそもなぜ日本のみが長期的なゼロ金利を可能にしえたのか、という本質的な疑問に対する回答にはならないであろう。このことは「金融・証券市場の世界的階層性」という現実的な観点から見れば至極当然のことなのかもしれないし、このことを基底として金融・証券研究者は中核視点を脱した議論を展開すべき時期に来ていると言つてよかろう。

注

- (1) この点のサーベイに関しては本稿の目的とするところではないため、ゼロ金利・デフレ下における政策研究についての概略的整理については植田[2006]を参照されたい。また具体的な処方箋を示したものはそれほど多くないが、ここではKrugman [1998]を挙げておく。ミクロ面では本稿（上）とは視座が異なっているが、日本の家計部門における資産選択

の「方法」にリスクがあるという指摘については松浦 [2005] を参照のこと。

- (2) 日銀の GDP ギャップは潜在 GDP を設備・労働を最大限に利用した場合を想定して算出してきた。これに対して内閣府の想定は設備(稼動状況)・労働(失業率)の平均的な経済水準に基づいて算出しており IMF, OECD の定義に従っている。すぐに気づくことであるが、日銀の潜在 GDP では実際の GDP (需要) が潜在 GDP を上回ることはありえない。このため 06 年 5 月に入って日銀は国際基準に近づけるための潜在 GDP の見直しを表明している。これは利上げ準備のための布石と言えるが、そもそもなぜ定義の見直しが放置されていたのか、という疑問も生じよう。テラー・ルールが定着するようになってから日が浅いこともあるが、個別指標の算出方法が一国及び一国内部において固有性・特殊な制約に規定されるケースが多いことも関連している。期間の取り方一つにしてもその中に長期不況期を含めば、潜在 GDP は過小評価される。いずれにしても同「ルール」の算出式に組み入れられている変数によって株式市場は一定の反応を示すことになる。本文に示した以外にも通常のテラー・ルールとしては失業率 a という変数を直接組み入れたものも有名である（むろん本文の算出式にも GDP ギャップとして組み入れられている）。この場合 $r = \text{インフレ率} + \text{均衡での実質金利} + a$ （自然失業率 - 実際の失業率） $+ \beta$ （インフレ率 - 目標インフレ率）とあらわされる。ここで注意しなければならない点は、中銀の金利政策に a という雇用に関する統計数字が影響を与えることを市場が認識していることである。例えば CPI 等とともに雇用の伸びを示す数値（雇用統計発表）、もしくは市場予想以上の数値が発表されれば、短期金利の上昇だけでなく長期金利および為替市場そして証券市場での投資主体の行動に影響を与えることになる。むろんこの場合の影響力は米国市場だけに限ったことではなく国際的に波及する可能性が高くなる。
- (3) 実際、ネット口座の新規口座数の増加率は、株式市場の堅調さと比例して急速な増加を示してきた。前述したように国内ネット証券大手 5 社の口座数増はそれを端的に物語っているが、全体の口座数および新規口座数における年代別内訳、性別内訳をみると、従来の公式統計にあらわれていた高齢者層によ

る株式投資の比率の大きさという特徴とは別の側面が浮かび上がってくることに注意しなければならない。大手 5 社の新規口座開設数は 04 年 2 月の月間 3 万 4 千弱から 05 年末には 16 万 4 千弱と 2 年間で 4.8 倍になっており、同年末の新規口座開設数の内訳を年齢層別で見ると、30 歳代が 34.1% と最も高く、40 歳代が 20.4% というように中年層の比率が高い。他方で 60 歳代は最も低く、20 歳代の比率が伸びている（04 年 2 月の 14.2% から 05 年 12 月には 19% へ増加）。旧来の対面取引を中心とする証券会社では高年齢層が株式取引の主流を占めていたが、ネット取引の合理性・便宜性によって、まず中年個人投資家層がネット取引に参入し、続いて若年齢層が参入を強めたという経緯を窺うことができる。また注目される点としては女性の比率増加であって、同期間に 21.2% から 25.6% に増加していることから、ネット取引の普及を通じて個人投資家層の裾野が広がってきたことがわかる（以上のデータは『日経金融新聞』2006 年 3 月 8 日）。

- (4) こうした声を代表するものとしては社会経済生産性本部・金融市場活性化協議会概要及び提言 [2006] を参照のこと。

参考文献

- 井手正介 [2005] 『不均衡発展の 60 年 低収益経営システムの盛衰と新時代の幕開け』東洋経済新報社。
- 植田和男 [2006] 『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。
- 国民生活センター編 [1998] 『金融ビッグバンと消費者』大蔵省印刷局。
- 社会経済生産性本部・金融市場活性化協議会概要及び提言 [2006] 『投資家と社会にとって望ましい金融・資本市場の構築を——投資の多様化と少子・高齢社会の基盤作りを——』2 月 1 日。
- 第一生命経済研究所経済調査部 [2006] 『「低金利政策の犠牲」説の再考——金利の所得移転効果から金利メカニズムの正常化へ——』 *Financial Trends* (No. FT-26)。
- 内閣府大臣官房政府広報室世論調査担当 [2004] 『「証券投資に関する特別世論調査」の概要』
- [2002] 証券投資に関する世論調査』（世論調査報告概要）
- 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ [2006] 「バブル

崩壊後の日本の金融政策——不確実性下の望ましい政策運営を巡って——」6月。

日本銀行調査統計局 [2006] 『資金循環の日米比較：2005年4Q』

松浦克己 [2005] 「リスクと家計——雇用・所得の不安、資産選択のリスク——」『季刊 家計済研究』No. 68.

(英語文献)

Keynes, John Maynard [1936], *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, London (塩野谷九十九訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社, 1941年).

Krugman, Paul R. [1998], "It's Back: Japan's

Slump and the Return of the Liquidity Trap," *Brookings Papers on Economic Activity* 2.

——[2000], "Thinking about the Liquidity Trap," *Journal of the Japanese and International Economics*, Vol. 14, No. 4.

Taylor, John B. [1993], "Discretion Versus Policy Rules in Practice," *Carnegie-Rochester Series on Public Policy* 39.

Web-site

金融広報中央委員会 (saveinfo.or.jp/kinyu)

東京証券取引所 (tse.or.jp)

投資信託協会 (toushin.or.jp)