

## 論文

# 1999年以降の長期デフレ経済下の 日本における民間銀行の行動

湯 浅 由 一

## 1. 分析の目的

日本政府は2001年3月から2006年6月までの期間に関して「日本経済は緩やかなデフレの状態にあった」と認定した。さらに、2009年11月にも「緩やかなデフレの状態にある」と再び日本経済がデフレ経済状況下にあることを認定している<sup>1)</sup>。以上の公的な見解を踏まえ、日本の一般物価水準データを考察した場合、日本経済はおおよそ1999年以降、連続して140ヶ月以上の長い期間に渡ってデフレ経済状況下にあると言える。本分析の目的はこのような長期間に渡るデフレ経済状況の下での日本の民間金融機関の貸出行動について考察することである。考察の基本的な枠組みとして、期待インフレ率の低下が持続するなかで、実質利子率の水準が上昇するという「フィッシャー方程式」が成立していることを前提にして、デフレと長期の景気低迷との関係をリンクさせて説明する。さらに中央銀行としての日本銀行による非伝統的な金融政策となる新たな試みについても検討する。

論文の構成は以下の通りである。まずデフレの定義および日本経済のデフレ状況について考察する。次に名目利子率・期待インフレ率・実質利子率という3つの指標を関連づけるフィッシャー方程式について整理しておくことにする。そして、資金の需要者である企業の資金調達の状態を考察すると同時に、資金の供給者である民間銀行の貸出状況についても検討する。最後に、日本銀行によって採用された新しい貸出制度について、その概要を取り纏めておくことにする。

## 2. デフレの定義と認識

デフレ（デフレーション, deflation）とは一般物価水準が継続的に低下する

現象を指している。消費者が購入する財およびサービスの価格をまとめた消費者物価指数 (CPI)<sup>2)</sup>が主要な判断指標であり、国際通貨基金 (IMF, International Monetary Fund) の定義によれば2年間程度に渡って物価水準の下落状況が続く状態であるとされている。

デフレの状態が鮮明になると、一時的な購買力の増加につながる側面はあるが、将来時点ほど財およびサービスの名目価格が低下することになり、消費者はその購入を手控えることが合理的な判断となる。また企業は競合他社との価格引き下げ競争にさらされることになる。これは企業収益の悪化をもたらすと考えられる。コスト削減のために企業は新規の設備投資を控え、賃金・雇用を抑えるという行動を採用することになる可能性が高くなる。また家計による住宅ローン等に代表される新規の銀行借入れは明らかに債務返済負担の実質的な増加を意味する。したがって消費者の新規借入れは収縮することになる。これらは国内総生産の減少とともに資産価値の下落を招くことになり、経済全体として、様々な経済取引高が収縮してしまうことを意味する。いったんデフレの状態に陥るとそこから抜け出すことは容易ではないと考えられる。

歴史的に考察した場合でも、1929年のアメリカにおける大恐慌では、景気後退が始まり物価の下落が観察されても、投資が拡大に転じることなく縮小し続けていた。このためにさらに生産活動が縮小し、需要の減少が続いてしまった。この結果さらに景気が悪化し物価もいっそう下落していった。このような物価下落と実体経済の収縮との相互的悪循環はデフレ・スパイラル (deflationary spiral) と呼ばれる。この現象が発生してしまう最大の要因は、寡占価格と賃金の下方硬直性の傾向が顕在化したことであるとされる。寡占企業は利潤率を維持するために操業率を急減させ、いわゆる生産調整を行なう。賃金の下方硬直性のために実質賃金の上昇を介して投資条件の悪化を引き起こしてしまう。これらの要因が投資の縮小とリストラを大規模化させてしまったと指摘されている。

日本は1998年度から2004年度までの7年間、CPIがマイナスで推移していた。内閣府は2001年3月には日本経済はデフレの状態にあると認定している。1999年、旧経済企画庁はデフレを「物価の下落を伴った景気の低迷」の状態であると定義している。2001年3月、「持続的な物価下落」については「2年連続で下落する場合」と定義の一部修正を行っている。そして月例経済報告におい

て「日本経済は緩やかなデフレにある」と判断している。2005年1月、「改革と展望」においては「消費者物価などの統計を総合的に勘案」するとしている。さらに2006年1月、「改革と展望」において「デフレからの脱却の判断は、消費者物価指数のみならずGDPデフレーターなどの物価統計を総合的にみる」としている。

日本政府は再び、2009年11月の月例経済報告において、日本経済が「緩やかなデフレ状況にある」と発表している。月例経済報告におけるデフレの認定は2006年6月以来、3年5ヶ月ぶりであった。「資源インフレ」と「最終製品デフレ」が并存している可能性があるとの指摘がある。新興国の経済成長に伴う石油・石炭製品および非鉄金属などの原材料価格の上昇が観察される。企業はコスト上昇分を最終製品の販売価格に転嫁しにくい。消費者物価に及ぼす影響は限定されるという状況にある。

1999年からのデフレは、東西冷戦構造の終焉などによる世界経済のグローバルな競争の激化という要因、金融機関の経営危機、日本の少子高齢化などの様々な要因が絡んでいると考えられる。これらの要因を反映して、結局、国内需給ギャップの存在がデフレの主因という指摘がなされることになる。

デフレは実体経済にマイナスの影響を与える。実質利利率の上昇および実質債務負担の増加は新規の設備投資を抑制する効果がある。また、実質利利率の上昇は借入負債を抱えた企業および家計の実質的な返済負担を重くする。このデフレは企業収益を下押さえするために、賃金の抑制を通じて個人消費にマイナスの影響を与えようと考えられる。

名目の長期利利率が低下しているということが観察される。長期利利率が低下しているとすればそれは期待インフレ率あるいは予想インフレ率が低下していると解釈することが可能である。期待インフレ率の低下が名目利利率を低下させる理由は以下の通りである。資金の借り手は製品の売上によって得た資金でその返済を行なう。その時、将来の製品価格の期待インフレ率が低下すると予想する場合、従来よりも、より多くの製品を売らなければ資金の返済に支障が起る。そのために資金の借り手は以前よりも低い名目利利率でないと採算が採れなくなる。その結果、現在の名目利利率のままでは資金需要が減少してしまい名目利利率が低下するのである。

ここで、名目利利率と期待インフレ率および実質利利率の関係について整理

しておく。利子率は貨幣タームで表示される名目利子率 (money rate of interest, nominal interest rate) と、名目利子率から経済主体の予想するインフレ率 (期待インフレ率) を差し引いて定義される実質利子率 (real rate of interest) に区別される。名目利子率は金融市場における資金の需給関係を反映して決定される。経済の総支出および企業の設備投資の量を規定するのは実質利子率である。したがって、有効需要の制御という観点からは実質利子率の水準が重要になるのである。

さらに、事前的 (ex ante) 実質利子率と事後的 (ex post) 実質利子率の区別が大切である。前者は、名目利子率—期待インフレ率によって定義され、後者は名目利子率—現実に観察された実際のインフレ率によって算出される。家計の消費支出および企業の設備投資量の決定に影響を与えるのは前者であると考えられる。

しかしながら、事前の実質利子率の水準を正確に推計することは容易ではない。第一に名目利子率として具体的に何を指標とすることが最良であるのかという現実的な問題がある。第二には様々な経済主体の予想する期待インフレ率を直接的に観察することは不可能である。

フィッシャー方程式 (Fisher equation) では、実質利子率と名目利子率および期待インフレ率との関係を以下の様に定義する。t時点とt+1時点の財・サービスの交換比率が実質利子率である。

	現 在	将 来
時 点	t	t+1
貸 借	A円	{1+i(t)} A円
物 価	P(t)	p*(t+1)
実物財	A/P(t)単位	{1+i(t)} A/p*(t+1)単位

ここで、名目利子率を $i(t)$ 、期待インフレ率を $\pi(t)$ とする。実質利子率 $r(t)$ を以下の式で定義する。

$$\begin{aligned} r(t) &= \left[ \frac{\{1+i(t)\} A/p^*(t+1) - A/P(t)}{A/P(t)} \right] \\ &= \frac{\{1+i(t)\} P(t)/p^*(t+1) - 1}{1} \\ \pi(t) &= \frac{p^*(t+1) - P(t)}{P(t)} \end{aligned}$$

$$= p * (t + 1) / P(t) - 1$$

したがって、

$$1 + \pi(t) = p * (t + 1) / P(t)$$

$$\{1 + \pi(t)\} P(t) = p * (t + 1)$$

以上より、

$$\begin{aligned} r(t) &= \{1 + i(t)\} P(t) / p * (t + 1) - 1 \\ &= \{1 + i(t)\} P(t) / \{1 + \pi(t)\} P(t) - 1 \\ &= \{1 + i(t)\} / \{1 + \pi(t)\} - 1 \end{aligned}$$

これより、

$$1 + r(t) = \{1 + i(t)\} / \{1 + \pi(t)\}$$

$$\{1 + r(t)\} \{1 + \pi(t)\} = 1 + i(t)$$

$$1 + \pi(t) + r(t) + r(t)\pi(t) = 1 + i(t)$$

ここで、 $r(t)\pi(t) = 0$ とみなすことにする。

したがって、

$$\pi(t) + r(t) = i(t)$$

$$r(t) = i(t) - \pi(t)$$

すなわち、

実質利子率 = 名目利子率 - 期待インフレ率

という関係が成立する。

期待インフレ率について考察しておく。広義の期待インフレ率には専門家の予測および政府・日本銀行の物価見通しも含まれるが、家計の予想する物価上昇率を統計的に測る一つの方法として「カールソン・パーキン（CP）法」が存在する。人々の予想する物価に関する「上昇」「不変」「下落」の三択式の回答から一定の仮定をおいて期待インフレ率を推計するという手法である。ただしこのCP法では、直近の計数が把握できないという技術的な問題点がある。

期待インフレ率を推計する代替手法として、①物価連動債<sup>3)</sup>と通常の国債との利回りとの差を期待インフレ率とみなす方法。アメリカの期待インフレ率 = アメリカ国債10年債利回り - インフレ連動債10年債利回り（ブレイク・イーブン・インフレ率）と定義されることになる。②直接、人々に期待インフレ率についての具体的な数値についてアンケートを行なう。例えば、日本銀行は「生活意識に関するアンケート調査」を実施している。

岩田規久男 (2010) は、日本とアメリカの固定金利国債利回りと物価連動国債の利回りとの差の推移を根拠として、2010年4月ないし5月頃から世界的な長期利子率の低下が生じていると指摘している。現実のインフレ率が低下し始め、それに伴って期待インフレ率もまた低下し始めているとしている<sup>4)</sup>。さらに、この期待インフレ率の低下の理由として、世界的な需給ギャップの拡大を挙げている。需給ギャップ拡大の理由としては以下の説明を行なう。①中国に代表される新興国の需要量について成長鈍化が予想される。不動産価格の急騰に対応する政策として、金融引締めが採用されるという懸念である。②ギリシャの財政危機を契機として、ユーロ諸国が財政赤字の縮小を目指した政策を採用すると予想される。緊縮財政は需要増の鈍化を懸念させる。③アメリカの景気について先行き不透明感があるということである。

### 3. 資金の需要と供給

祝迫得夫 (2010) はデフレ経済下における日本企業の行動について以下のように指摘している。SNA統計というマクロ・データを用いて1990年代以降の動きに焦点をあてて、日本企業の資金調達行動および負債の圧縮行動について分析を行っている。

1990年代から企業貯蓄の増加現象が起こっている。企業によるリストラクチャリングによって労働所得が大きく減少して、同時に企業のフローの内部留保の増加が起こっている。

1990年代初頭の段階で家計貯蓄と企業貯蓄の比率が3対1もしくは4対1であったものが、2005年以降で、ほぼ逆転していることが確認できたと指摘している。また、2002年から2005年にかけては、企業部門のなかでも金融機関の貯蓄の伸び率が顕著であるとも指摘している。

非金融法人企業部門に関しては、1998年から設備投資額が減少し始め、同時に企業による借入がマイナスに転じている。すなわち企業貯蓄が増加していることが観察できるとしている。この企業貯蓄の増加は、投資ではなくて負債の返済に充てられていると判断している。

企業負債の減少は、金融機関による引き締め要因というよりも企業側の要因による自発的な負債の削減によって多くの部分を説明できるとしている。

日本の上場企業の手元資金が膨らんでいることが確認できる。2010年9月末

時点で手元資金の総額が2000年以降で最高になっている。3月期決算の上場1,759社（金融機関、新興市場企業を除く）の財務データを日本経済新聞社が集計している。借入金、社債、転換社債を合わせた有利子負債の残高は2010年9月末で168兆3,100億円と1年前と比べて5兆2,500億円も減少している。手元資金は1年前と比べて6兆9,000億円増加して、64兆4,400億円となっている。2010年9月末において全体の45%に相当する791社が実質無借金会社になっていることがわかる。有利子負債がゼロ（リース債務は除外）の無借金会社は201社であり、全体の11%である。

2010年11月、欧州連合（EU）の欧州委員会は1990年代初頭の日本のバブル崩壊などの過去30年に発生した31の事例研究の結果として、金融危機やバブル崩壊などが起きた後、企業が過剰債務を圧縮する「バランスシート調整」が平均して8年間持続するということを指摘した。日本のバブル崩壊後では、バランスシート調整が15年も続いたとしている。企業は債務を減少させることを目的にして設備投資額を抑制することになり、景気低迷を長期化させる要因となってしまうのである。

次に、資金供給者としての民間銀行の行動について検討する。企業による新規設備投資額の抑制を反映して、銀行貸出残高の減少を確認することができる。同時に、金融機関は安全資産として日本国債の保有を増加させていることも指摘できる。企業に対する貸出から国債保有へとその資産構成を変化させていることが確認できるのである。

預貸率（loan-deposit ratio, ratio of loans to deposits）は、金融機関の預金残高に対する貸出残高の百分比のことである。集めた預金をどれだけ貸し出しに回しているのかをみる指標である。この数値が高いほど貸し出しが活発であることを意味する。この数値が100%を上回っている場合には、預金額以上に資金調達を行なっていることを示唆することになる。逆に、100%を下回っている場合には、資金に余裕があることを示すことになる。金融機関の収益を増加させるためには積極的な資金運用が求められることになる。

2009年12月末時点における3メガバンクグループ（三菱UFJ・三井住友・みずほ）の各預貸率は100%を10ポイントから30ポイントを下回る水準で推移している。すなわち、貸し出しが増加していない状況にあることが確認できるのである。

3メガバンクグループの2010年3月末時点の貸出残高は前年同期に比べて約18兆円ほど減少している。

主な取引相手が中小企業であると考えられる信用金庫の2010年2月末時点の預貸率は54.1%というものであり、過去最低の水準である。中小企業の資金需要が乏しいという状況を反映しているものと考えられるのである。

日本銀行による統計によっても国内銀行の中小企業向け貸出残高が減少している状況が確認できる。日本銀行によると、2009年度末時点における残高は1年前に比べて2.0%減少して178兆3,166億円となっている。これは、調査が開始された1993年以降で年度末ベースの最低水準ということになるのである。景気停滞による業績不振を原因として、新規設備投資のための資金需要が乏しい状況にあるためであると分析している。2010年3月の日銀短観によると、中小企業の2009年度の新規設備投資計画額は前年度比で23.5%の減少となる見込みということである。

中小企業向け貸し出しの減少は3メガバンクグループにおいても顕著である。2009年度末での貸出残高は約109兆円であり、1年前と比較して約3兆9,000億円の減少となっている。国内銀行の中小企業向け貸出残高は1990年代半ば以降に、一貫して減少傾向を示している。

信用保証協会が貸し倒れの100%を肩代わりしてくれる緊急保証制度が2008年10月に始まったが、企業1社当たりが利用できる金額には限度があって、制度開始1年6ヶ月以上が経過しており、利用企業が一巡したという側面もある。

日本銀行の調べによれば、国内銀行の住宅ローン新規融資額が2009年度に前年度比4.6%減少の14兆1,495億円となり、9年ぶりの低い水準に落ち込んでいる。雇用および賃金所得の厳しい環境を反映して、消費者の住宅購入意欲が低迷している状況が影響していると考えられる。

日銀によれば、新規の住宅ローン貸出額は2002年から2006年まで15兆円を上回る規模で推移していたということである。2007年は耐震偽装問題に端を発した建設基準法改正の影響で前年比10%減少の14兆8,485億円となっていた。

全国銀行協会が2010年4月9日に発表したデータによれば、2009年度末時点における預金・貸出金速報によると、全国120銀行の、小切手および手形を除く実質預金残高は2.5%増加の568兆1,040億円である。これに対して、貸出残高は前年度比2.5%減少の424兆7,396億円となっている。これは5年ぶりの減



少ということになる。都市銀行が5.4%減少の184兆9,372億円。地方銀行は0.3%減少の154兆9,902億円。

日本銀行が2010年11月9日に発表した「貸出・資金吸収動向」のデータでは、全国銀行の貸出残高（月中平均）は前年同月比2.0%減の394兆3,407億円で、11ヶ月連続の減少である。企業の運転資金や設備投資などの資金需要が低迷していることが観察される。内訳では、都市銀行が4.3%減の199兆9,536億円であり、12ヶ月連続の減少である。

銀行の貸出金利の水準は低下している。日本銀行が12月1日に発表したデータでは、10月に実施した新規貸出約定平均金利が前月比で0.133%低下して1.095%になっているとのことである。これは過去最低の数値である。金融機関の金利引下げ競争が激しくなっていることが反映されている。1年未満の短期貸出金利は前月比0.263%低下の0.951%。1年以上の長期金利は0.006%低い1.229%である。

次に、民間銀行による日本国債の保有の状況について検討する。3メガバンクグループの国債保有額は2010年3月末時点で約83兆円に達している。これは日本銀行の保有国債額である約73兆円を10兆円ほど上回っていることを意味している。これは、国債の大量発行による日本の財政政策を資金面で支えているということになるのである。

国内143銀行の預金残高から貸出残高を差し引いた金額は2010年5月末時点において162兆円となっている。これは過去最大の数値であり、その85%が日本国債の購入に向けられている。

日銀統計によると、日本国債の残高は2010年3月末時点において約684兆3,000億円である。このうち、銀行および保険会社などの国内投資家の保有分は約652兆8,000億円となっている。国内投資家による国債の保有比率は95.4%であり高水準にあると言える。2009年3月末と比べて15兆円以上の増加となっている。

民間銀行は安全資産の保有を増加させる努力として国債の保有増加の他に自治体に対する融資を増加させている。企業よりも破綻懸念が小さいと判断される地方自治体向けの融資を増加させている。リスクを抑えながら融資残高を増加させる努力として、地方の銀行および信用金庫にとっては有効な融資先となっていると考えられるのである。

日本銀行によれば、国内銀行の地方自治体向けの融資残高が増加していると指摘している。2010年2月末時点では前年同期比11%増加の22兆575億円であり、過去最高の水準となっている。地方自治体が過去に借り入れた高利の貸付金を繰り上げて償還しており、その借換先として国内銀行が引き受け手となっているということになる。

財務省によると、2009年度の財政融資資金による地方自治体向け貸付金の繰り上げ償還額は6,191億円ということである。例えば、2010年3月に49億5,300万円を繰り上げ償還したさいたま市は償還の原資のほぼ全てを地元金融機関から調達しているということである。また大阪市も繰り上げ償還した28億1,100万円の全額を大手銀行から借り換えたということである。

#### 4. 日本銀行による信用政策の採用

中央銀行が信用市場で直接資金を供給する手段は「信用政策」と呼ばれる。金融システムが機能不全に陥った場合に、中央銀行が直接金融仲介の機能を果たすということである。信用政策は危機に対応した措置であり、金融システムが健全に機能していれば必要ではない。

現在の日本経済は流動性危機ではなくて、物価の下落である。流動性の不足ではない状況における量的緩和政策を採用しても有効ではないと判断される。

日本銀行は2010年6月15日の政策委員会・金融政策決定会合において、経済成長を促すことを目的とした「新貸出制度」<sup>5)</sup>を決定した。技術革新に役立つといった融資実績などに基づき、日本銀行が3兆円を上限にして民間金融機関に原資を供給するというものである。民間金融機関は特性にあわせた、環境・エネルギー、医療・介護、観光、農業等の18の成長分野に、1金融機関の上限を1,500億円にして融資を行なうという仕組みである。民間金融機関は投融资の実績を提示し、日本銀行が新貸出制度の利用の適否を判断するというものである。適応する貸付金利は政策金利であり、融資期間は原則1年とするものの、3回までの借り換えを認めるので事実上は最長4年の資金提供になるというものである。民間金融機関は一定の利鞘を上乗せして融資を実施する。日本銀行は「この新貸出制度を日本経済の成長基盤強化の呼び水」にしたいということである。

日本銀行は2010年8月1日に、この新貸出制度の実施状況について発表した。

47の金融機関が合計4,788億円の成長分野向け投融資を実行し、このうち4,625億円を新貸出制度を通じて調達することになった。

## 5. 結 語

140ヶ月以上に及ぶ長いデフレと景気低迷が並存している日本経済では、期待インフレ率の低下が大きな要因として作用していると判断できる。期待インフレ率の持続的低下が実質利子率の持続的な上昇をもたらしてしまう結果、家計による消費支出の抑制および新規負債の発生を回避させる行動を採らせていると考えられるのである。また国内総生産の拡張に貢献するはずの企業による新規設備投資が継続して控えられてしまっていると解釈できる。これらの反映として、民間金融機関の新規貸出は減少し、同時に安全資産としての日本国債の保有を顕著に増加させている。またローリスクと判断される自治体への融資を拡大させている。一方企業は債務の圧縮を目的としてバランスシート調整を進め、手元資金を増加させた無借金経営を目指している状況が確認できたのである。

## 注

### 1) 日本のデフレ状況に関する政府の見解

- 1995年6月 FRB（米連邦準備制度理事会）のアラン・グリーンズパン議長が、日本経済は第二次大戦後初の本格的なデフレ経済を経験していると発言する。
- 1999年 旧経済企画庁が、デフレを物価の下落を伴った景気の低迷と定義する。
- 2001年3月 日本政府は、デフレについて持続的な物価下落で2年連続で下落する場合であると定義を修正する。また、日本経済は緩やかなデフレの状態であると月例経済報告において認定する。
- 2005年1月 デフレ状況の判断では、消費者物価などの統計を総合的に勘案するとした。
- 2005年9月 消費者物価指数が上がってもデフレ脱却とは言えないとした。
- 2006年1月 デフレの脱却の判断は、消費者物価のみならずGDPデフレーターなどの物価統計を総合的にみるとした。

2006年3月 脱デフレは色々な指標をみて総合的に判断するとした。

2009年11月 日本政府は緩やかなデフレ状態にあると再び認定する。

## 2) 消費者物価指数, CPI, Consumer Price Index

消費者が購入する財およびサービスなどの物価の動きを把握するための経済指標。総務省から毎月下旬に前月分の数値が公表される。価格変動の大きい生鮮食品を除いた指数が注目され、日本銀行の金融政策の判断において重要な指標である。しかしながら、近年、実際の物価変動を的確に取られきれていないという指摘がある。指数の算出に使用する財が全国で流通する定番商品が中心となっており、大手スーパーの店頭で販売されているPB（プライベート・ブランド）商品などの購入割合が増加しており算出には工夫が求められる。

消費者物価指数は全国の家計が購入する財（49.4%の構成比）およびサービス（50.6%の構成比）の価格を総合することによって物価変動を時系列的に測定する指標である。総務省統計局によって毎月作成されている。消費者物価指数には全国指数と東京都区部指数がある。全国ベースは翌月の26日を含む週の金曜日に発表される。東京都区部速報は当月の26日を含む週の金曜日に発表される。速報性に優れている東京都区部のほうが注目度は高いとされる。

総合と生鮮食料品を除く総合という2つの指標が作成される。消費者物価指数の総合での費目は、食料・住居・光熱および水道・家具および家事用品・被服および履物・保健医療・交通通信・教育・教養娯楽・諸雑費の10個である。これに加えて、生鮮食品という費目が設定されている。基準年の家計調査から得られた全世帯1ヶ月1世帯当たりの品目別消費支出金額からそのウエイトが作成されている。現行の2005年基準の調査対象品目は、家計支出上の重要度・価格変動の代表性・継続調査の可能性の観点から、585品目が採用されている。消費者物価指数の構成は、一般サービスが37.8%、公共サービスが12.9%、電気ガス水道が4.9%、生鮮食品が4.1%となっている。

## 3) 物価連動債, インフレ連動国債 (inflation-indexed government bonds)

1997年から発行されているアメリカ財務省インフレ連動債 (TIPS, US Treasury Inflation-protected security) では、消費者物価指数 (CPI) より算出したインフレまたはデフレを反映して、元本を1年に2回調整することによって、インフレによる資産価値の減価をヘッジ可能である。インフレ連動債の金利は、入札で決まった利率から直近3ヶ月の消費者物価指数を年率換算したインフレ率を差し引き、それを利回りとして付ける。発行時の入札で決定された表面金利は固定され (fixed rate)、利子はインフレ率によって調整された後の元本金額に基づいて1年に2回支払われる。つまり、インフレによって元本が増えれば、より多くの利子

を得られることになる。反対にデフレにより元本が目減りする場合には利子は減ることになる。10年物と20年物の中期債は1月と7月に発行され、30年物のインフレ指数連動貯蓄国債（I-BONDS, Inflation-indexed Savings Bond）は10月に発行される。その満期日にインフレ調整後の元本か、債券額面のいずれか高い方の金額で償還される。インフレに対する保護（protection）がある分、利回りが低くなっている。また元本は満期日まで償還されない。

2010年10月25日、アメリカの物価連動国債（5年物）の利回りが初めてマイナスとなった。実施された5年物国債の入札において、落札利回りがマイナス0.55%となった。物価連動国債は消費者物価指数の上昇に応じて元本が増える。インフレ期待が強い場合には、発行時の利回りが低くなる一方で、現実の物価水準が上昇すれば元本価格（想定元本）の上昇により購入者は利益が得られることになる。

満期時の元本の償還額が償還時の物価に連動して増減する国債が存在する。連動対象は全国消費者物価指数である。利率は一定であるがインフレになった場合には元本と利払い額が増加する。逆に下落した場合には元本の保証はない。インフレ・リスクを回避することが目的である。日本では2004年3月から機関投資家を対象にして10年物が発行されたが、デフレ懸念の長期化の影響によって販売不振ということから、2008年8月を最後にして発行は休止の状態となっている。

物価連動債の機能について整理しておくとして以下の通りである。第一の機能は期待インフレ率の指標となる点である。物価連動債はその利子率が実質利子率である実質債券（real bond）である。実質債券である物価連動債と名目利子率を付ける名目債券との間で投資家が裁定取引を行なう結果、フィッシャー方程式が成立する。フィッシャー方程式によれば、名目利子率と実質利子率の差は投資家が名目債券に要求するインフレ・プレミアム（inflation premium）を除けば、期待インフレ率に等しくなる。インフレ・プレミアムとは投資家がインフレ率の変動によって増減するリスクに対して要求する追加的な収益率のことである。このインフレ・プレミアムが一定であると仮定すれば、実質利子率である物価連動債の利子率から期待インフレ率の指標が得られる。

第二の機能は、政府の信認（credibility）を高めることが期待できるということである。政府はインフレによって実質債務負担の軽減を行ないたいという誘因がある。軽減効果の無い物価連動債を発行することによって、政府に対する民間経済主体からの信認を得られるという、時間的不整合（time-inconsistent）の問題を軽減させる効果が期待できるのである。

4) 表1 実質利子率の推計データ (2010年8月, %)

	政策金利 (上限)	CPIの前年同月比	実質利子率
日 本	0.1	-0.9	1.0
ア メ リ カ	0.25	1.1	-0.85
ユ ー ロ 圏	1.0	1.6	-0.6
イ ギ リ ス	0.5	3.1	-2.6
オーストラリア	4.5	3.1	1.4

5) 表2 日本銀行の新貸出制度の利用状況 (2010年8月1日)

分 野	金額 (億円)	構成比率 (%)
環境・エネルギー	1,124	23.5
そ の ほ か	975	20.4
社会インフラ整備	554	11.6
医 療 ・ 介 護	548	11.4
地域再生・都市再生	386	8.1
合 計	4,788	100.0

表3 日本銀行の成長支援の新貸出制度

制度の利用対象	約160の金融機関のうちで希望するもの。
貸 出 総 額	3兆円。1金融機関の上限は1,500億円。
貸 出 期 間	最長4年。
貸 出 の 頻 度	3ヶ月に1回。四半期ごとの新規融資額の範囲内。
制度の受付期限	2012年3月末。制度そのものは2016年6月末まで存続する。
利 用 の 条 件	成長基盤の強化に向けた投融資。日本銀行に報告する。

## 参考文献

- (1) 祝迫得夫「マクロの企業貯蓄と近年の日本企業の資金調達の変向」『経済研究』第61巻第1号 p. 18~p. 32 一橋大学経済研究所 2010年1月
- (2) 岩田規久男 (2010)「世界的な長期金利の低下 需給ギャップ拡大が背景」日本経済新聞 2010年8月25日