

# 平成 30 年度 証券ゼミナール大会

## 第 4 テーマ 「日本銀行の金融政策と証券市場」

5

中央大学証券研究会 安藤班

10

15

20

25

## 目次

	はじめに .....	3
30	第1章 金融政策手法の転換 .....	5
	第1節 ゼロ金利周辺で金融政策にできないこと .....	5
	第2節 ゼロ金利周辺で異次元緩和策が想定すること .....	7
	第2章 異次元緩和策の副作用 .....	11
	第1節 イールドカーブ・コントロールの購入費用 .....	11
35	第2節 滞留する準備預金 .....	12
	第3節 民間銀行の利鞘減少 .....	13
	第3章 異次元緩和策のリスク .....	17
	第1節 長期金利上昇で実現する損失 .....	17
	第1項 民間銀行の逆鞘 .....	17
40	第2項 中央銀行の逆鞘 .....	19
	第2節 インフレを引き起こす正当性 .....	20
	第4章 出口政策のあり方 .....	22
	おわりに .....	24
	参考文献 .....	27

45

50

はじめに

筆者は日本銀行の現行の政策に反対である。なぜなら、インフレ・ターゲットによって強められたコミットメントが信じられていない以上、日本銀行は出口政策に関する具体的な計画を策定して、速やかに出口政策に着手する必要があるためである。

日本銀行は2013年4月に「量的・質的金融緩和政策」を発表し、その後は手法を多様化させて緩和策を継続している。当論文では、2013年4月から現在までに至る金融緩和政策を異次元緩和策と称する。本稿の構成は以下のとおりになる。第1章では、異次元緩和策が採用された経緯と、異次元緩和策の基礎にある経済理論について述べている。異次元緩和策が採用されたのは、ゼロ金利制約下では短期金利を下げる余地は限られており、従来の金融政策手法から転換する必要があったためだ。従来の金融政策手法から、一般的に操作が困難とされる名目金利のコントロールに転換した。そして、日本銀行は長期国債だけではなく、ETFを中心とした特定資産も買い入れているが、そのような特定資産の買い入れは株式市場（の価格調整メカニズム）に影響を及ぼしていると指摘している。第1章の最後は、異次元緩和策の基礎にある時間軸政策とインフレ・ターゲットについて触れている。

第2章は異次元緩和策の副作用について述べている。第1節では、円安が国債を購入する費用を増加させたことを指摘した上で、異次元緩和策に含まれる各政策同士の整合性について考えている。第2節では、準備預金が滞留している一因として、市中銀行にとって準備預金と短期国債が代替財であることに触れている。第3節では、異次元緩和策が形成した超低金利環境の下では民間銀行の利鞘は縮小し、銀行のビジネスモデルは崩壊しかねないことを指摘している。

第3章は異次元緩和策のリスクについて述べている。第1節では、長期国債の購入によって膨らんだ損失は、出口局面で顕在化することを指摘している。また、民間銀行と中央銀行に分けて、その財務コストの程度を示している。第2節では、金利を引き下げる余地を確保するという考え方に筆者は同意するものの、名目所得が増加しなければ国民の理解は得られないため、インフレを引き起こすことは正当化できないと筆者は考えている。そして、期待インフレ率

85 を上げる政策にはインフレの目標値を（安定的に）超えるまで日本銀行は金利を引き上げず、目標値を超えてインフレが高進するリスクがあることを指摘している。そのうえ、インフレ率の実現値が目標値に達することが困難であるならば、実現値が目標値に達するまでマネタリーベースの供給を継続することにコミットすること自体が適切ではないと述べている。コミットメント自体が適切でないのであれば、コミットメントは信認されていないということではないだろうか。

90 異次元緩和策に内在するリスクは、出口政策を進める過程で大きな障害になり得る。第4章では具体的な出口政策の手順を提案している。コミットメントが信認されていなければ、2%の物価目標を達成する前に日本銀行は資産の買い入れを停止してもよいと筆者は考えた。長期国債の買い入れを停止した後は、日本銀行が保有する期間中は無利子とする変動金利永久国債を日銀引受により発行する。最後に、長期金利の上昇に合わせて、準備預金への付利を引き上げ  
95 ていく。

100

105

110

## 第1章 金融政策手法の転換

### 第1節 ゼロ金利周辺で金融政策にできないこと

115 中央銀行が金融緩和策を実施する場合、まずはマネタリーベースが民間銀行に供給される。次に、需給バランスからインターバンク市場金利が低下することで、民間銀行による企業や家計への貸出の増加を期待することができる。しかし、インターバンク市場金利がゼロになってそれ以下には下げられない場合には貸出の増加は期待できない。池尾（2013，163-164項）<sup>1</sup>は「ゼロ金利制約  
120 （ZLB）下では、インターバンク市場金利の低下という媒介項が欠落してしまうので、金融緩和→準備預金の増加が、企業や家計向けの貸出の増加にはつながらなくなります」と指摘している。

図1-1が示すように、コールレートは2016年1月に0.074%を記録してからは大きく下がり、同年3月にマイナス圏に突入して-0.003を記録した。また、  
125 図1-2が示すように、マネタリーベースは2013年初めから2014年前半にかけて増加し、その後は若干の振れを伴いながら減少している一方、銀行貸出残高は横ばいが続いている。図1-3は、マネーストックは横ばいが続いていることを示している。つまり、ゼロ金利周辺では金利を下げる余地は限られているため、(伝統的)金融政策が意図する緩和のメカニズムは機能していないと  
130 いうことができる。

---

<sup>1</sup> 池尾和人（2013）

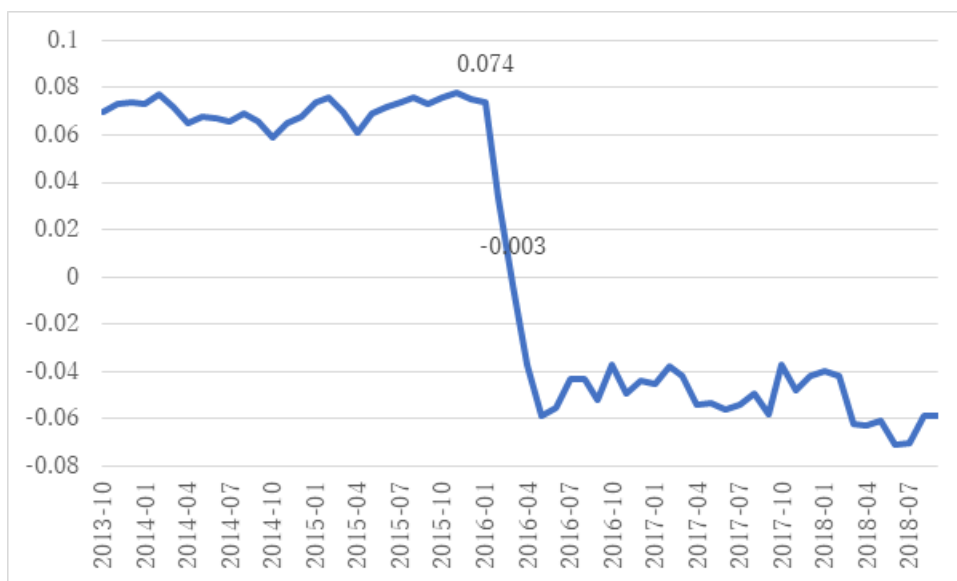
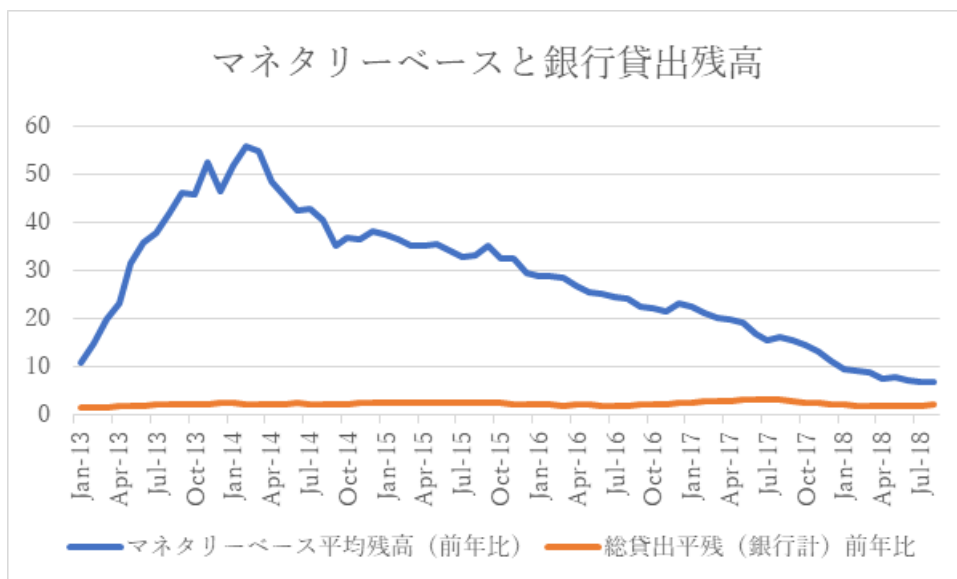


図 1-1: コールレートの推移

135 出所) 日本銀行の時系列データより作成



140

145

図 1-2: マネタリーベースと銀行貸出残高の推移

出所) 日本銀行の時系列データ、経済指標ダッシュボードより作成

150

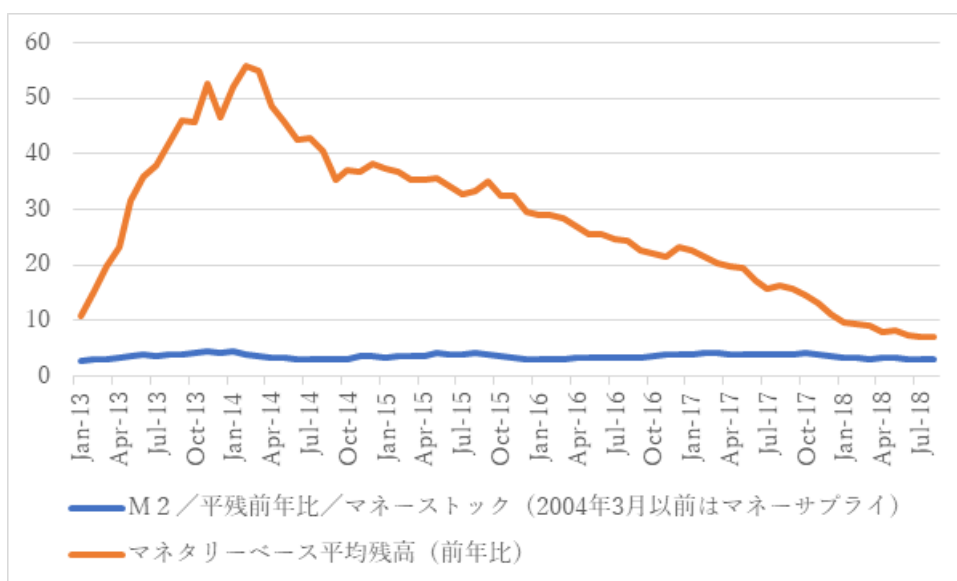


図 1-3：マネタリーベースとマネーストックの推移

出所) 日本銀行の時系列データより作成

155

## 第 2 節 ゼロ金利周辺で異次元緩和策が想定すること

160

金融政策で総需要を刺激するためには実質金利を下げる必要がある。フィッシャー方程式に基づけば、実質金利を下げるには以下の方法が考えられる。第一に、名目金利を下げることである。第二に、期待インフレ率を上げることである。具体的には名目金利を下げるにはどうすればよいのであろうか。第 1 節

165

で述べたように、ゼロ金利制約下では短期金利を下げる余地は限られている。そこで、中央銀行は長期国債を購入することで長期金利を押し下げた。特に設備投資等の実体経済に影響を与えるのは長期金利である。しかし、中央銀行が長期金利をコントロールすることは難しい。第一に、短期的には低い水準の長期金利を保つことは可能だが、長期的にはインフレ率が上昇するので長期金利は上昇するかもしれないためである。すなわち、短期の名目金利は物価水準が一定という条件のもとで決定される。貨幣量と名目利子率については、二神・堀 (2017, 第 14 章 14.4.1 項)<sup>2</sup>参照。第二に、二神・堀 (同上, 357 頁) は「中央銀行が公開市場操作によって長期金利を操作するのであれば、買い切りオペ

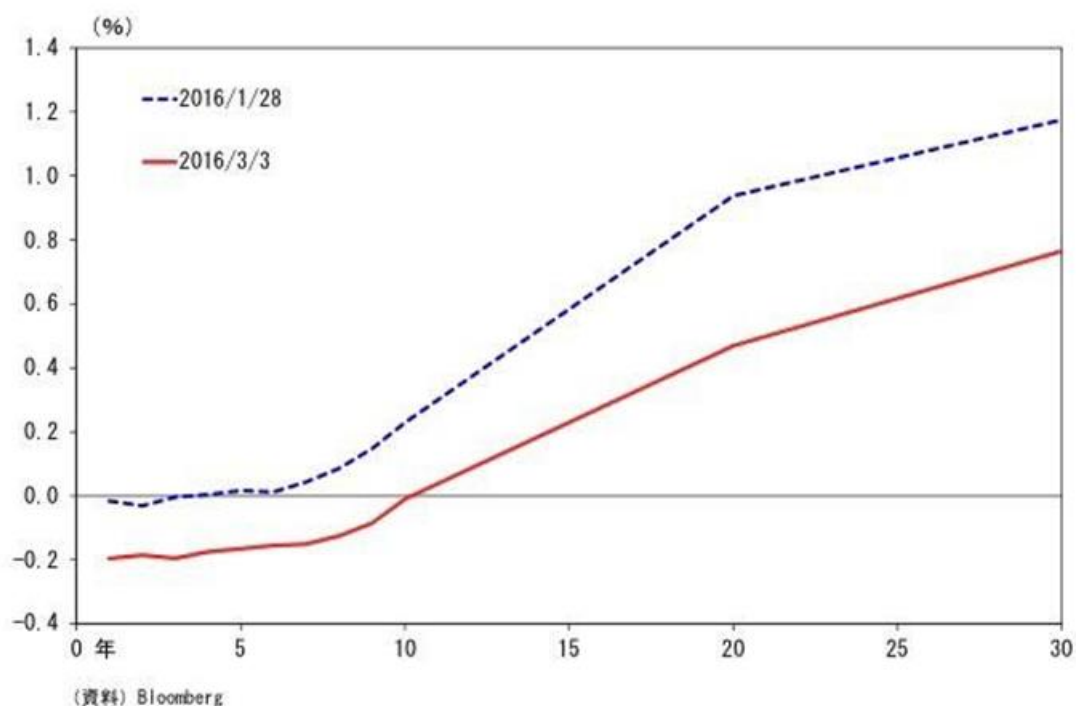
<sup>2</sup> 二神孝一、堀敬一 (2017)

170 レーションを行わなければならない。買い切りオペレーションとは、中央銀行が購入した長期国債を満期まで保有することを約束する政策である。もし買い切りオペレーションでなければ、長期国債を購入してもいずれ中央銀行によって売却されるため、長期金利の低下（長期国債価格の上昇）は一時的なものにしかない」と指摘している。

175 名目金利を下げるには長期国債を購入すればよいと上で述べたが、マイナス金利政策も名目金利を下げるには効果的だ。表 1-1 が示すように、マイナス金利政策はイールドカーブ全体を押し下げた。

図表 4

### 日本国債のイールドカーブ



180 表 1-1：マイナス金利導入後の国債のイールドカーブ

出所) 黒田東彦総裁講演「『マイナス金利付き量的・質的金融緩和』への疑問に答える」(2016年3月7日)より引用

185 ところで、なぜ日本銀行は特定金融資産の買い入れを試みるのであろうか。長



期金利のコントロールについて言えば、第一に、長期金利の低下を通じて消費や設備投資を喚起するためだ。消費や設備投資の現状については日本銀行(2018, 2頁)<sup>3</sup>を参照。第二に、長期国債の売却によって増加した準備預金がリスク資産への投資に回ることが期待されるためだ。日本銀行は2013年4月に「量的・

190 質的金融緩和政策」を採用し、長期国債だけではなくETFを中心とした特定資産も買い入れている。なぜなら、資産価格が急落した場合、中央銀行がその資産を買い入れることによって資産価格をファンダメンタルズに近づけようとするためである。この例としてFRB(連邦準備制度理事会)の資産買い入れを挙げることができる。

195 FRBは2008年11月から2010年3月の間に大規模資産購入(LSAP)を実施し、MBS等のリスク資産を購入した。早川(2016, 22頁)<sup>4</sup>は「リーマン・ショック後の信用収縮(クレジット・クランチ)により証券化金融商品などの市場が麻痺状態に陥り、そのことが景気の悪化に拍車をかけるという事態への対応だった」と指摘している。池尾(同上, 187-188頁)は「QE1は、景気対策というよりも金融システム安定化策としての側面が強いものでした。そして、金融システム安定化策としては効果的だったと思います。そのことは、QE1でFRBが買った証券化商品等がその後値上がりして、FRBは多額のキャピタル・ゲイン(値上がり益)を得たことでも裏付けられています。やはり、当時は米国の証券化商品等のマーケットは十分に機能しておらず、資産価格が不当に低くなっていたということです。QE1は、そうした市場の機能不全を中央銀行が補完するよ

200 うな政策であって、意義があった」と指摘している。他方、日本銀行はCP、社債、ETF、J-REITを買い入れの対象としている。特に、ETF、J-REITの買い入れ(の拡大)は資産価格のプレミアムに働きかける観点から行われている。リスク資産は安全資産と比べて、そのリスクの大きさに見合ったリスク・プレミアムが上乗せされている。リスク・プレミアムは金融市場が混乱した際に急拡大

205 する。過去にBernankeはリスク・プレミアムを縮小するために中央銀行がリスク資産を購入する金融緩和策を信用緩和(credit easing)と表現した。早川(同上, 32頁)は「信用緩和が大きな効果を持つのは金融市場が機能不全に陥って

---

<sup>3</sup> 日本銀行(2018)

<sup>4</sup> 早川英男(2016)

いる場合である一方、現在の日本にそうした問題はない」と指摘している。筆者も、現在の日本は金融市場が機能不全に陥っている状況ではないと考えている。そのため、日本銀行がリスク資産を（今後）買い続ける根拠は薄い。しかし、例えばリスク資産の買い入れを停止するタイミングと株価が下落するタイミングが偶然にも重なれば、株価が下落した責任は日本銀行に帰せられてしまう。以上の理由から、日本銀行がリスク資産の買い入れを停止する勇気はないだろうと筆者は考えている。

実質金利を下げるには名目金利を下げる他に、期待インフレ率を上げる必要があると上で述べた。量的緩和策がインフレ期待を引き起こすことを金利の言葉で表現した植田（2005, 79-80 頁）<sup>5</sup>は「流動性の罍を抜け出れば、名目金利はプラスになりうる。そこで、マネーをたくさん出せば、そうでない場合に比べて金利は低くなる。つまり、クルーグマンの政策は流動性の罍を脱した後の金利水準を、通常よりも低めで推移させるという約束を今することによって将来の物価水準の期待値を上げるという政策に等しい」と指摘している。このように将来の金融政策を約束することを期待して、インフレーション・ターゲットは採用される。時間軸政策（フォワード・ガイダンス）は中央銀行の金融政策の見通しの公表に過ぎない。インフレーション・ターゲットは時間軸政策のコミットメントを強め、将来の金融政策の予測可能性を確保する意図がある。インフレーション・ターゲットによって強められたコミットメントが信認されない場合は別とすれば、筆者は上のインフレーション・ターゲットを実施する意義については認めている。

235

240

---

<sup>5</sup> 植田和男（2005）

## 第2章 異次元緩和策の副作用

### 第1節 イールドカーブ・コントロールの購入費用

日本銀行は2016年9月に「イールドカーブ・コントロール」を導入して、長期金利の押し下げを試みた。ここでは（「イールドカーブ・コントロール」を異次元緩和策の一政策として位置づけ、）為替レートの影響を含めて長期金利の推移を確認する。図2-1が示すように、2015年初めから、円安がピークに達した2015年後半にかけて新発10年国債の利回りは0.2%程度上昇した。2016年後半から2017年前半にかけて円は上昇（減価）した一方、新発10年国債利回りは2017年まで上昇を続け、それ以後は概ねゼロ%程度で推移した。

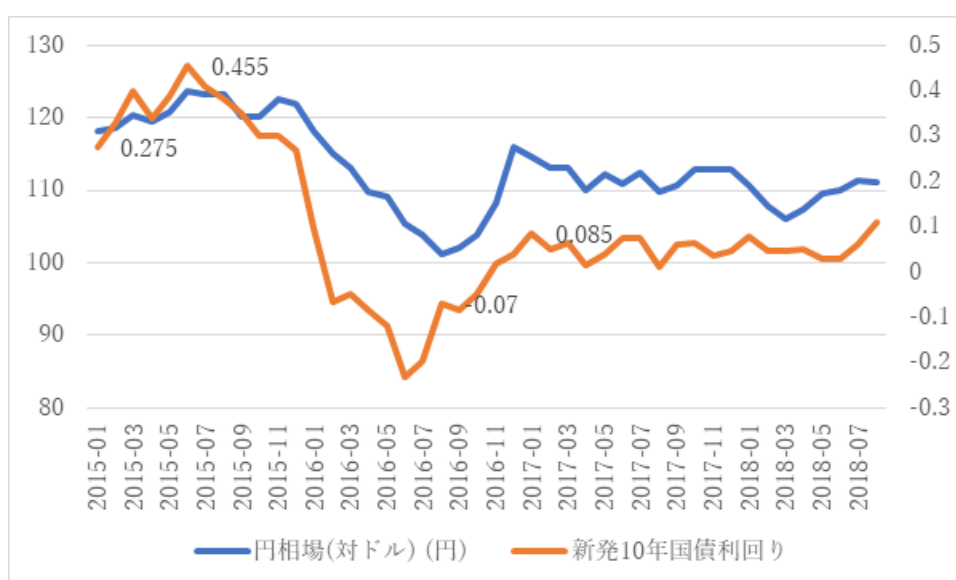


図 2-1：円ドルレートと新発10年国債利回りの推移

255 出所) 経済指標ダッシュボードより作成

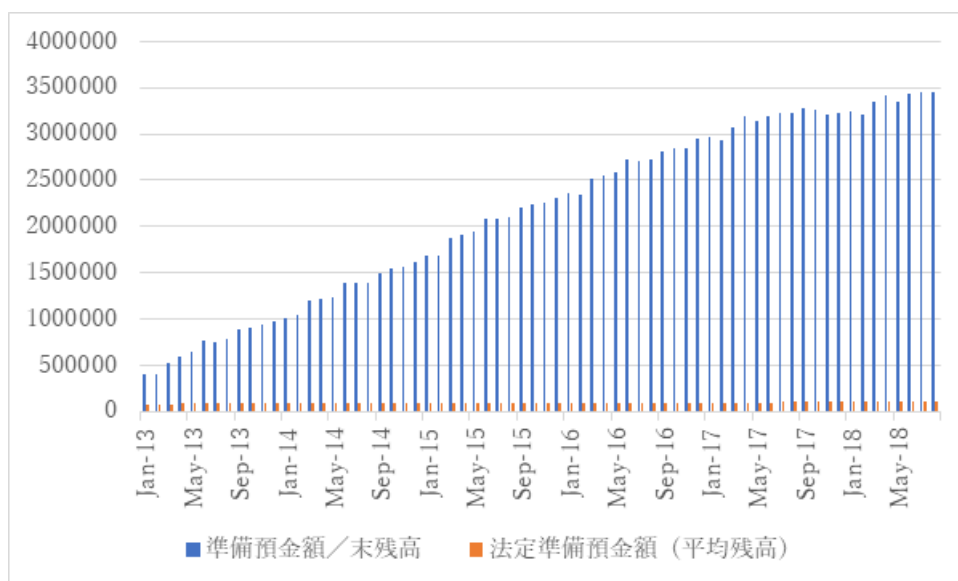
円安は国債価格の下落を意味するので、円安によって新発10年国債の購入費用は増加したはずだ。仮に異次元緩和策が円安を生み出した契機または原因と見なすことができる場合、円安による国債利回りの上昇圧力と、長期金利の押し下げは全く反対の動きである。おそらく円安による国債購入費用の増加や長期金利のコントロールに伴う困難を事前に認識したうえで、「イールドカー

ブ・コントロール」がもたらす便益が費用を上回ると判断したのだろう。

## 第2節 滞留する準備預金

265 長期国債の売却によって増加した準備預金はどのように推移しているのだろうか。図 2-2 が示すように、法定準備預金額を大きく上回る準備預金が滞留している。例えば市中銀行は、長期国債の売却によって増加した準備預金を長期国債に代えることはないのだろうか。長期国債の価格が極端に変動しない限りは、長期国債を売却した後で再び購入することは考えにくい。一方で、準備預金を短期国債に代えることはないのだろうか。確かに、安全性の高さから国債には金融取引の担保など特別な需要が存在する。この時、取引費用等を見れば、市中銀行は準備預金の付利水準と短期国債の利回りのいずれか大きい方を選択する。

270



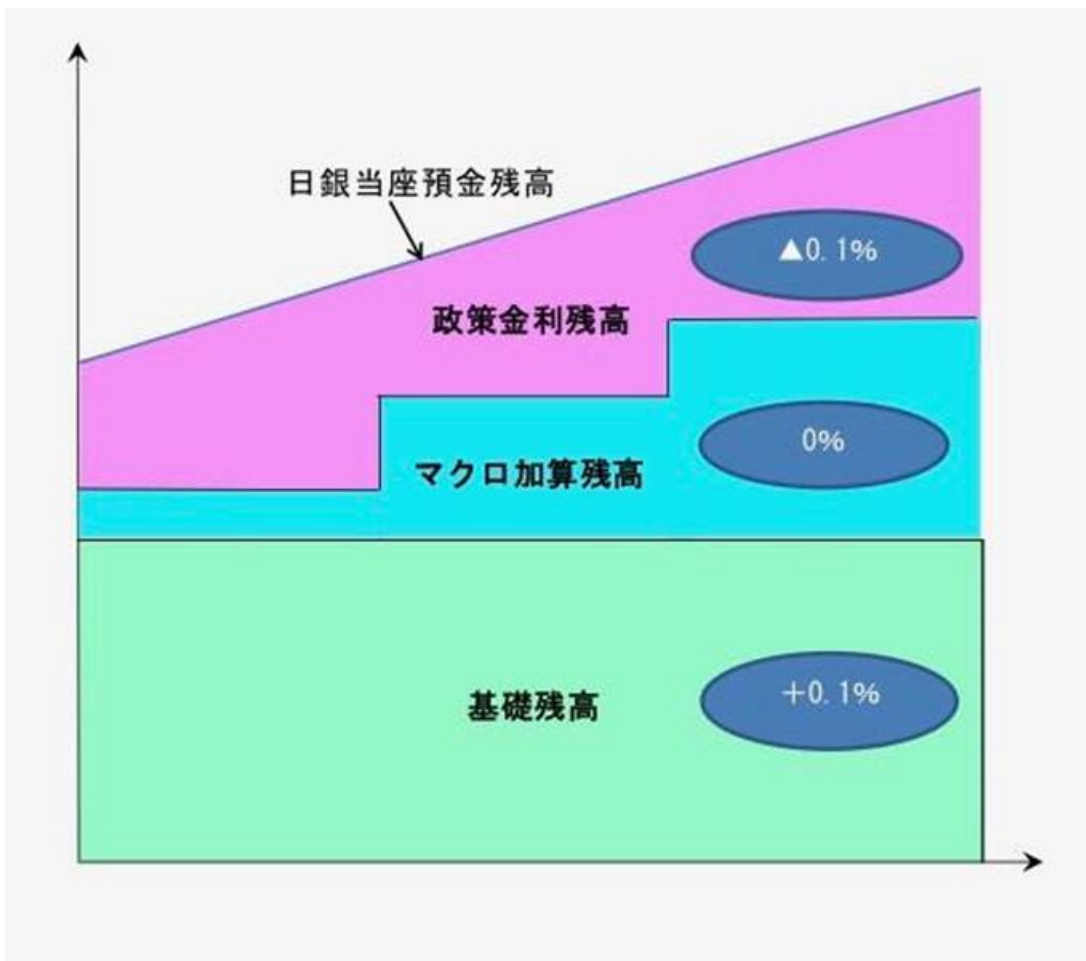
275

図 2-2：準備預金額の推移

出所) 日本銀行の時系列データより作成

280 実際に、準備預金の付利水準と短期国債の利回りを比較する。日本銀行は2016年2月に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入し、基礎残高の部分にプラス0.1%の付利が適用した。そして図 1-1 が示すように、2016年2月

以降にコールレートが 0.1%に届いたことはない。市中銀行は準備預金の付利水準と短期国債の利回りのいずれか大きい方を選択するので、短期国債の利回りが 0.1%とほとんど変わらないか、もしくは 0.1%を大きく上回らない限り、市中銀行は短期国債に投資しない。すなわち、市中銀行は準備預金を滞留させることを選ぶ。このようにして、準備預金は滞留しているのだ。



290 表 2-1 : マイナス金利の仕組み

出所) 日本銀行「本日の決定のポイント」(2016年1月29日)より引用

### 第3節 民間銀行の利鞘減少

295 日本銀行は2016年1月に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」としてマイナス金利政策を導入した。表2-1が示すように、マイナス金利が適用される

のは日本銀行当座預金のうち政策金利残高のみであり、金融機関の収益を過度に圧迫しない。しかし、マイナス金利政策で長短金利差は縮小し、民間銀行の利鞘は減少した。マイナス金利政策が浸透するまでに時間がかかることを考慮して、2016年4月以降の資金運用収益を確認する。確かに、2016年4月以降、すなわち平成28年度から29年度までに、国内業務部門で資金運用収益は減少し続けている。平成28年度の資金運用収益は、前年度に比べて5.6%ポイント減少して6兆6717億円だった。平成29年度の資金運用収益は、前年度に比べて6.4%ポイント減少して6兆2453億円だった。マイナス金利政策が長引けば、資金運用収益はさらに減少していくのではないだろうか。

300

305

平成28年度に資金運用収益が減少した際、絶対額で見ても大きく減少したのは貸付金利息であった。資金運用収益は前年度比で3989億円減少し、貸付金利息は3777億円減少していた。したがって、貸付金利息が減少したため、資金運用収益は減少したとすることができる。実際、全国銀行協会（2016，2頁）<sup>6</sup>は

310

「資金運用収益において、貸付金利息が4兆7,879億円（同3,777億円、7.3%減）と減少した結果、全体では6兆6,717億円（同3,989億円、5.6%減）と、

資金調達費用を上回って減少した」と指摘している。一方で、平成29年度に資金運用収益が減少した際、絶対額で見ても大きく減少したのは貸付金利息と有価証券利息配当金であった。資金運用収益は前年度比で4265億円減少し、貸付金

315

利息は1687億円、有価証券利息配当金は2370億円減少した。これについて、全国銀行協会（2017，2頁）<sup>7</sup>は「貸出金残高は増加したものの、貸出金利の低下により貸付金利息が4兆6,192億円（同1,687億円、3.5%減）となったほか、

有価証券利息配当金が、前年度に一部銀行において子会社からの配当金により増加した反動から1兆3,800億円（同2,370億円、14.7%減）と減少したことを

320

受け、資金運用収益は6兆2,453億円（同4,265億円、6.4%減）と減少した。また、資金調達費用は、預金利息および社債利息等が減少したことから、3,848億円（同643億円、14.3%減）と減少した」と指摘している。

図2-3は国内銀行貸出約定平均金利と新発10年国債利回りを比較している。新発10年国債は安全資産であるため、国内銀行貸出約定平均金利と新発10年

---

<sup>6</sup> 全国銀行協会（2016）

<sup>7</sup> 全国銀行協会（2017）

325 国債利回りの差は貸し付けのリスク・プレミアムに近似している。図 2-3 が示すように、日本銀行がイールドカーブ・コントロールを導入した 2016 年 9 月以降、貸し付けのリスク・プレミアムは縮小傾向にある。国内銀行貸出約定平均金利が低下している間に、イールドカーブ・コントロールで長期国債利回りが低下した結果、貸し付けのリスク・プレミアムはほとんどなくなった。実際には、長期国債利回りが国内銀行貸出約定平均金利をわずかに上回っている。そのため、この差は貸し付けリスク・プレミアムではなく、借り手が引き受けるリスク・プレミアムと表現すべきかもしれない。ここまで貸し付けリスク・プレミアムが低下したにもかかわらず、準備預金は滞留してしまっている。

335 2016 年 2 月に導入されたマイナス金利が、国内銀行貸出約定平均金利を低下させたとは言い切れないが、国内銀行貸出約定平均金利が低下傾向にあることは事実である。加えて、実際の金利が、企業のデフォルトリスクに見合う採算金利を下回る日本では、国内銀行貸出約定平均金利の低下傾向を改善することは容易ではない。したがって、今後、国内銀行貸出約定平均金利がより一層低下し、収益の柱である資金運用収益は減少する。銀行のビジネスモデルや低金利環境が大きく変わらない限りは、異次元緩和策の副作用は増していくばかりではないだろうか。

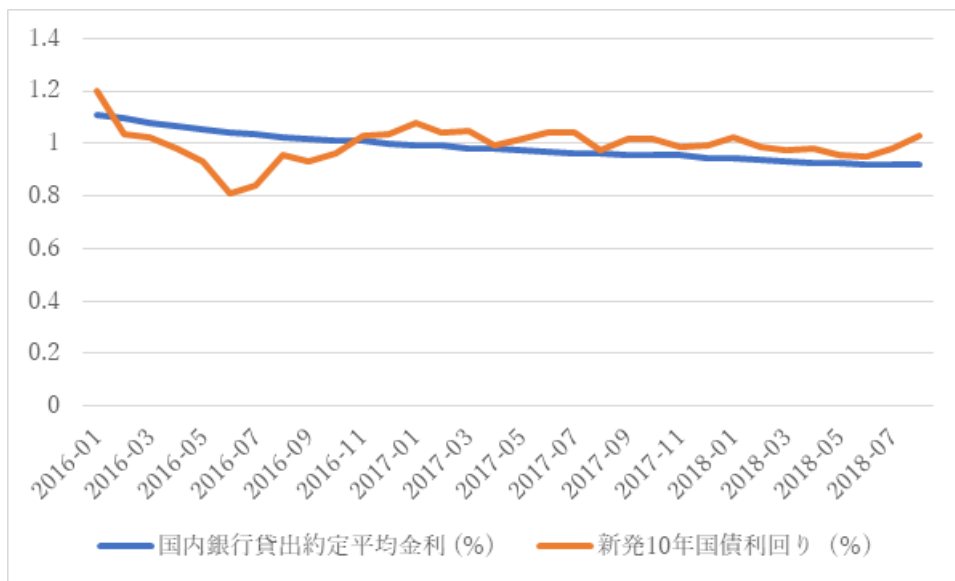


図 2-3 : 国内銀行貸出約定平均金利と新発 10 年国債利回りの推移

345

出所) 経済指標ダッシュボードより作成

350

355

360

365

370



375 第3章 異次元緩和策のリスク

第1節 長期金利上昇で実現する損失

第1項 民間銀行の逆鞘

380 長期金利が上昇した場合に国債を保有する金融機関は評価損を被る。日本銀行が巨額の国債購入を続けていると長期金利はなかなか上がらず、仮に2%インフレが達成されてマネタリーベースの供給が終わった途端にパラレルシフトが起こると考えられる。長期金利と短期金利が平行して上昇するパラレルシフトを想定している。表3-1が示すように、金利上昇幅が2%ポイントの場合に  
385 金融機関全体で約13兆円の評価損が生じるとしている。

	金利上昇幅が2%ptのケース		
	15年6月末	15年9月末	15年12月末
金融機関計	▲13.8	▲13.6	▲13.5
銀行計	▲9.8	▲9.7	▲9.6
大手行	▲4.4	▲4.5	▲4.3
地域銀行	▲5.3	▲5.2	▲5.3
信用金庫	▲4.0	▲3.9	▲3.9

表3-1：金利上昇を伴う円債時価の変動

390 出典：日本銀行（2016b）「金融システムレポート」（2016年4月号）より引用

早川（同上，228-229頁）は「評価損の金額を大手行、地域銀行、信用金庫

に分けてみると、大手行に比べて地域銀行、信用金庫の損失が相対的に大きいことがわかる。これは銀行などの収益力（税引前当期純利益）や、自己資本の厚さ（純資産）と比較した場合に、とりわけそうだと言える。その背景には、  
395 ①大手行は多額の国債等を保有しているが、以前から短期債中心の運用（短期債の場合、長期金利が上がっても価格はあまり上がらない）であったうえ、QQE開始後相当額の国債を日銀に売った一方、②収益力に裕りの乏しい地域銀行や信用金庫では、少しでも利鞘を得るために残存期間の長い債券に投資せざるを得なかった、という事情があったと考えられる。さらに、地域銀行や信用金庫も、個々にみれば体力的に大きな格差があるが、おそらく体力の劣る金融機関ほど多くの金利リスクを取っている可能性が高い」と指摘している。  
400

日本銀行金融機構局（2018, 4-5 頁）<sup>8</sup>によれば、2017 年度の税引前当期純利益は大手行（単体）が約 2.7 兆円、地域銀行は約 1.3 兆円、信用金庫は約 0.3 兆円であった。加えて、日本銀行金融機構局（同上, 7-8 頁）によれば、2018 年度末の純資産は 34.3 兆円、地域銀行は 22.5 兆円、信用金庫は 8.9 兆円である。つまり、大手行に比べて地域銀行と信用金庫の損失は相対的に大きいと言  
405 うことができる。

早川（同上, 273 頁）は「銀行などのほかにも、生命保険や年金が大量の長期債を保有している。しかし、銀行などと生保や年金では負債サイドの構成が大きく異なる。銀行などの場合、資産として長期債を持つ一方、負債サイドは主に短期の預金（定期預金であっても期間 1 年以下が中心）である。このため、長期金利が上昇して資産の価値が下がっても負債の価値は下がらないので、大きな損失を蒙る。これに対し生保や年金の場合は、負債サイドも長期の契約が多い。したがって、長期金利の上昇は資産の価値を減らす  
410 が、債務の価値も減少するため、必ずしも大きな損失とはならないのである」と指摘している。したがって、長期金利が上昇する時に民間銀行は大きな損失を被るリスクがある  
415 と言することができる。

---

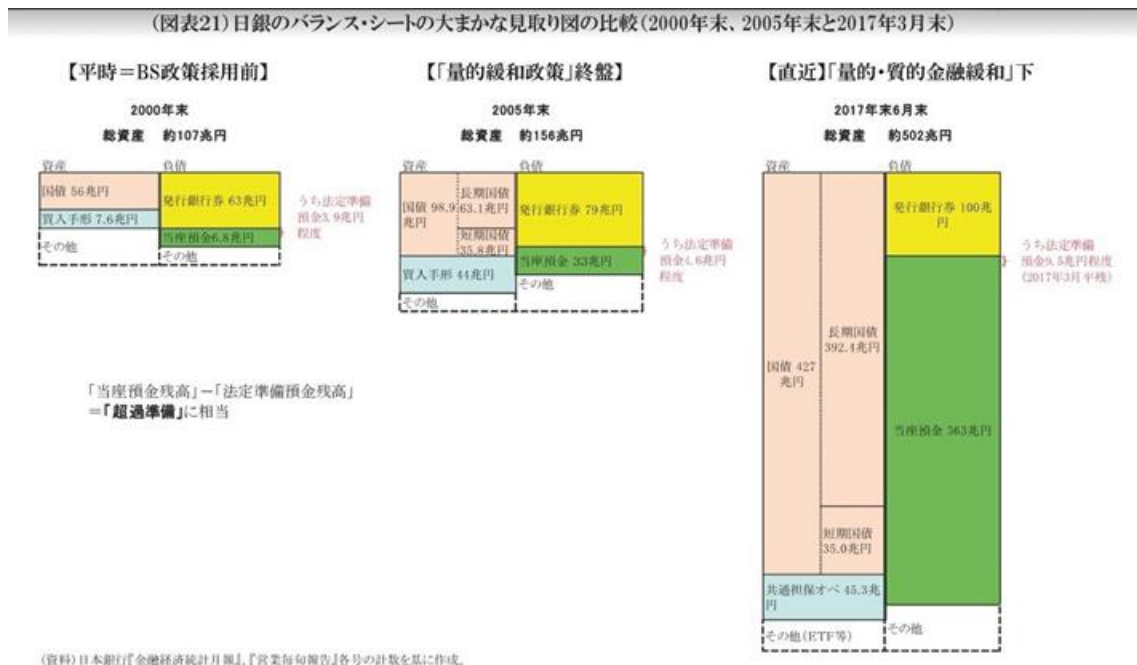
<sup>8</sup> 日本銀行金融機構局（2018）

420 第2項 中央銀行の逆鞘

二神、堀（同上、361頁）は「中央銀行が保有する国債のうち長期国債の比率が高い場合、売りオペレーションでも長期国債の売却は避けられない。すると長期国債の価格が下落（長期金利は上昇）して、同じく長期国債を保有する民間銀行が損失を被る可能性が存在する。このことは金融システムの不安定化

425 につながりかねない。また売りオペレーションで長期国債を段階的に売却する場合、中央銀行が保有する未売却の長期国債の価格が下落することにより、中央銀行は損失を被る」と指摘している。表3-2が示すように、日本銀行のバ

430 ランス・シートは異次元緩和策で拡大し、2017年6月末時点で日本銀行の保有する国債のうち長期国債は約9割を占めることを考慮すれば、日本銀行が長期国債を売却すれば長期国債の価格は（大きく）下落することが予想できる。つまり、長期国債の価格を下落させることを避けたければ、日本銀行は長期国債を安易に売



435

表 3-2：日本銀行のバランス・シートの変化

出所：「異次元緩和策の影で膨らむ財政リスク」

440 第2節 インフレを引き起こす正当性

第1章で実質金利を下げるには期待インフレ率を上げることが必要だと述べた。期待インフレ率をすでに実現したインフレ率に置きかえた場合、実質金利を下げるには実際に物価が上がる必要がある。しかし、一般的に消費者は物価が上がることを好まないはずだ。なぜなら、名目所得が増加せずに物価だけが上昇すれば実質所得は減少するためだ。良いインフレと悪いインフレについては小幡（2013，47-52頁）<sup>9</sup>を参照。

仮に実質所得が増加することが事前に分かっている場合、日本銀行はなぜ消費者物価指数を前年比で2%上昇させることを目的としているのだろうか。それは日本銀行が金利を引き下げる余地を確保したいと考え、そのことに国民が納得していると認識しているためである。黒田（2014，6頁）<sup>10</sup>は「日本銀行は、ゼロ金利政策、量的緩和政策、最近の用語でいうところのフォワードガイダンスといった非伝統的な金融政策を世界の中央銀行に先駆けて採用するなど、様々な取り組みを行ってきました。ゼロ金利制約のもとでも、このように、非伝統的な金融政策によって緩和を進める余地があることは確かです。しかし、「金利操作」という金融政策の最も有効で伝統的なチャンネルが失われていたこともまた間違いのないところです」と述べている。筆者は、ゼロ金利制約から脱するためにはある程度の物価上昇率を確保しておく方が良いという考え方には同意する。しかし物価の上昇に伴って、日本銀行の操作対象ではない名目所得が増加しなければ、国民はその考え方に納得できない。

期待インフレ率を上げる政策には、望ましいインフレ率を超えてインフレが進行するリスクが存在する。植田（同上，93頁）は「首尾よくインフレ率も上がり始めたとしよう。当初には多少のインフレ率の上昇では金利を上げないと約束したわけである。ところが、インフレ率が上がり始めた後でもう一度考え直してみると、金利を上げないと約束したことを後悔するだろう。その時点ではむしろ、金利を早めに上げ、将来、望ましいインフレ率を超えてインフレが進行することは食い止めることが適切である。したがって、約束を破る誘因が

---

<sup>9</sup> 小幡績（2013）

<sup>10</sup> 黒田東彦（2014）

存在する」と指摘している。つまり、流動性の罫から脱出して物価が上がり始めたとしても日本銀行が金利を上げない場合、生鮮食品を除く消費者物価指数の前年比上昇率の実績値である 2%を超えてインフレが進行するリスクがある。

- 470 実際、生鮮食品を除く消費者物価指数の前年比上昇率が安定的に 2%を超えるまで日本銀行はマネタリーベースの供給を継続する。すなわち、2%に到達しても日本銀行は直ちにマネタリーベースの供給を停止するわけではない。そして、消費者物価指数の前年比上昇率が安定的に 2%を超えるまで、マネタリーベースを供給し続けることには限界がある。なぜなら、短期金利の上昇に合わせて
- 475 増加する準備預金に支払う金利費用を、超過準備への付利がほぼゼロである時に調達した長期国債からの運用利回りで補うことができないためだ。つまり、期待インフレ率を上げる政策には、目標値を超えてインフレが進行するリスクが存在する。加えて、インフレ率の実現値が目標値に達することが困難である場合は、実現値が目標値に達するまでマネタリーベースの供給を継続すること
- 480 にコミットすること自体が適切ではないと筆者は考えている。

485

490

495

#### 第4章 出口政策のあり方

金融緩和策からの撤退時に、中央銀行は公開市場操作で売りオペレーションを行う選択肢を持つ。しかし、第3章第1節第2項で述べたように、長期国債の価格が下落することを避けたければ、長期国債を安易に売却することはできない。他方で、売りオペレーション以外の方法で金融引き締め政策を行う場合、準備預金に支払う金利を引き上げればよい。一般的に中央銀行が準備預金に支払う金利は短期金利に見合う水準であることが予想される。準備預金に支払う金利を引き上げれば、短期金利と、準備預金に支払う金利は長期国債のクーポン金利を上回り、負のキャッシュ・フローが発生する。これに備えて、日本銀行は例えば債券取引損失引当金を計上する必要がある。なぜなら、超過準備への付利がほぼゼロである時に調達した長期国債からの運用利回りを、準備預金に支払う金利費用の備えとして積み立てることを明確にするためだ。このように長期国債購入は必然的に負のキャッシュ・フローを伴う。このことも含めて、日本銀行は出口政策に関する具体的な計画を明言するべきではないだろうか。

500  
505  
510  
515  
520

出口戦略を述べる前に、異次元緩和策に対する筆者の基本的な考え方を明らかにしたい。第1章で、インフレーション・ターゲットによって強められたコミットメントが信認されない場合は別とすれば、インフレーション・ターゲットを実施する意義については認めていると述べた。筆者は、2%の物価目標を達成するまでマネタリーベースを供給し続けることには限界があるため、コミットメントは信認されていないと考えている。したがって、2%の物価目標を達成する前に日本銀行は資産の買い入れを停止してもよいと考えている。コミットメントを破ってしまえば、時間軸政策という政策手段を失うかもしれない。しかし、コミットメントが信認されていなければ、2%の物価目標を達成する前に資産の買い入れを停止することに問題はない。

520

筆者が考える出口戦略には主として三つの段階がある。第一に、購入ペースを落としつつある長期国債の買い入れを停止する。第二に、日本銀行が保有する期間中は無利子とする変動金利永久国債を日銀引受により発行するというプランを採用する。岩村(2016)<sup>11</sup>は「プランの根幹にあるのは、日銀保有既発国

---

<sup>11</sup> 岩村充(2016)

525 債と新規発行の変動利付国債とのスワップ（交換取引）だが、それを既発国債  
の繰り上げ償還と新規国債の引き受けというかたちで行おうとすれば、国会の  
議決を経ない日銀国債引き受けを禁じている財政法第5条との関係を整理しな  
なければならないし、そうした形式上のことだけでなく、プランの考え方の全体  
について、それを考えざるを得なくなった背景にまでさかのぼった議論が必要  
530 だろう」と指摘している。停止条件付変動金利永久国債の日銀引受については  
岩村（2017，3頁）<sup>12</sup>参照。第三に、イールドカーブ・コントロールでゼロ付近  
に押さえつけられた長期金利の上昇に合わせて、準備預金への付利を引き上げ  
ていく。

535

540

545

550

---

<sup>12</sup> 岩村充（2017）

おわりに

ゼロ金利周辺では短期金利を下げる余地は限られ、従来の金融政策が意図する緩和のメカニズムは機能しなかった。そのため、日本銀行は従来の金融政策手法から転換して、長期国債の大量買い入れに着手したが、日本銀行の意図する通りに長期金利を押し下げることが容易ではなかった。それでもなお、日本銀行が長期金利をコントロールすることを試みたのは、名目金利を下げることで実質金利を低下させるためであった。結局、長期国債の買い入れによる名目金利の低下とは、実体経済に波及する過程それ自体であり、長期国債の買い入れが直接的に実体経済に影響を与えることはない。他方で、日本銀行は長期国債だけではなく、ETF を中心とした特定資産も買い入れている。そのような特定資産の買い入れは株式市場に影響を及ぼしているため、日本銀行は特定資産を今後買い続けるべきではないだろう。しかし、例えばリスク資産の買い入れを停止するタイミングと株価が下落するタイミングが偶然にも重なれば、株価が下落した責任は日本銀行に帰せられてしまう。以上の理由から、日本銀行がリスク資産の買い入れを停止する勇気はないだろうと筆者は考えている。

日本銀行当座預金には法定準備預金額を大きく上回る準備預金が滞留している。このように準備預金が滞留している状態は、異次元緩和策の副作用とすることができるとは思えないだろうか。安全性の高さから国債には金融取引の担保など特別な需要が存在する場合、例えば市中銀行は準備預金を短期国債に代えるのかについて考えた。準備預金が滞留している一因として、市中銀行にとって準備預金と短期国債が代替財であると指摘した。

日本銀行は 2016 年 1 月に導入したマイナス金利政策は名目金利を下げるには効果的だった一方、国内銀行貸出約定平均金利はより一層低下し、民間銀行にとって収益の柱である資金運用収益は減少した。銀行のビジネスモデルや低金利環境が大きく変わらない限りは、異次元緩和策の副作用は増していくばかりではないだろう。

長期金利が上昇する際に、長期国債の購入によって膨らんだ損失は顕在化する。民間銀行は、超低金利環境下ですでに収益を削られつつあるが、長期金利上昇時には損失に直面せざるを得ない。特に、体力の劣る地域銀行や信用金庫の損失は相対的に大きい。他方、日本銀行のバランス・シートは異次元緩和策



で拡大し、2017年6月末時点で、日本銀行の保有する国債のうち、長期国債は約9割を占めていた。つまり、長期国債の大量買い入れによって、日本銀行にリスクは移転しているので、異次元緩和策の陰で財務コストは膨らんだと言うことができる。

585 時間軸政策とインフレ・ターゲットは、従来の金融緩和チャネルを復活させ、近年の金融政策手法から再転換する選択肢を日本銀行に与えるかもしれない。しかし、名目所得が増加しなければ国民の理解は得られないため、インフレを引き起こすことは正当化できないと筆者は考えている。そして、期待インフレ率を上げる政策にはインフレの目標値を（安定的に）超えるまで日本銀行は金利を引き上げず、目標値を超えてインフレが高進するリスクがあることを指摘している。果たして、物価の安定を第一義とする日本銀行がインフレを引き起こすことは正当化できるのだろうか。そのうえ、インフレ率の実現値が目標値に達することが困難であるならば、実現値が目標値に達するまでマネタリーベースの供給を継続することにコミットすること自体が適切ではないと述べている。590 コミットメント自体が適切でないのであれば、コミットメントは信認されていないということではないだろうか。

コミットメントが信認されていなければ、2%の物価目標を達成する前に日本銀行は資産の買い入れを停止してもよいと筆者は考えた。したがって、筆者の考える出口戦略には主として三つの段階がある。第一に、購入ペースを落と595 しつつある長期国債の買い入れを停止する。第二に、日本銀行が保有する期間中は無利子とする変動金利永久国債を日銀引受により発行する。第三に、イーールドカーブ・コントロールでゼロ付近に押さえつけられた長期金利の上昇に合わせて、準備預金への付利を引き上げていく。

600 筆者は、日本銀行の現行の政策に反対であり、インフレ・ターゲットによって強められたコミットメントが信じられていない以上はコミットメントを放棄してもよいと考えている。アロー（1976）<sup>13</sup>は「私の思うに、歴史のさまざまな最大の悲劇をもたらすのは、このような考え方である。言い換えれば、取り消さなければならぬと経験によって教えられるまさにその瞬間において、かつて

---

<sup>13</sup> アロー，ケネス（1976）

の協定をあらためて強化してしまうような、過去の目的へのコミットメントの  
610 感覚なのである」と指摘している。取り消さなければならぬと経験によって教  
えられるまさにその瞬間において、インフレ・ターゲットを掲げ続ければ、悲  
劇がもたらされるのではないだろうか。

615

620

625

630

635

## 参考文献

- ・アロー, ケネス (1976) 『組織の限界』岩波書店。
- 640 ・池尾和人 (2013) 『連続講義・デフレと経済政策』日経 BP 社。
  - ・岩村充 (2016) 『ヘリコプターマネーは既に現実 予期せぬ“出口”への備えが必要』  
<<https://www.weekly-economist.com/2016/08/02/ヘリコプターマネーの正体-予期せぬ-出口-への備えが必要-2016年8月2日号/>> 2018年11月8日アクセス。
- 645 ・— (2017) 『停止条件付変動金利永久国債の日銀引受について～インフレが欲しい人のために～』<<http://cfi-wbs.com/wp-content/uploads/2017/04/インフレが欲しい人のために.pdf>> 2018年11月8日アクセス。
  - ・— (2018) 『金融政策に未来はあるか』岩波書店。
- 650 ・植田和男 (2005) 『ゼロ金利との闘い』日本経済新聞社。
  - ・小野有人 (2007) 『新時代の中小企業金融』東洋経済新報社。
  - ・小幡績 (2013) 『リフレはヤバい』株式会社ディスカヴァー・トゥエンティワン。
  - ・河村小百合 (2018) 「異次元緩和の影で膨らむ財政リスク」『経済のプリズム』第164号。
- 655 ・黒田東彦 (2014) 『なぜ「2%」の物価上昇を目指すのか』日本商工会議所における講演。
  - ・— (2016) 『「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」への疑問に答える』読売国際経済懇話会における講演。
- 660 ・全国銀行協会 (2016) 『全国銀行概況』平成28年度。
  - ・— (2017) 『全国銀行概況』平成29年度。
  - ・日本銀行 (2013) 『「量的・質的金融緩和」の導入について』4月。
  - ・— (2016a) 『本日の決定のポイント』1月。
  - ・— (2016b) 『金融システムレポート』4月号。
- 665 ・— 『2%の「物価安定の目標」と「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」』<<https://www.boj.or.jp/mopo/outline/qqe.htm/>> 2018年10月21日アクセス。

- ・ ー (2018) 『経済・物価情勢の展望 (背景説明を含む全文)』 7月。
- ・ 日本銀行金融機構局 (2018) 『金融システムレポート別冊：2017年度の銀行・信用金庫決算』。
- 670 ・ 日本銀行調査統計局 (2018) 『参考図表 2018年第2四半期の資金循環 (速報)』。
- ・ 野口悠紀雄 (2017) 『異次元緩和の終焉』 日本経済新聞出版社。
- ・ 早川英男 (2016) 『金融政策の誤解』 慶応義塾大学出版会株式会社。
- 675 ・ ポール, クルーグマン (1998) 「復活だっ！ 日本の不況と流動性トラップの逆襲」 山形浩生訳。
- ・ 二神孝一、堀敬一 (2017) 『マクロ経済学 (第2版)』 有斐閣。
- ・ 湯本雅士 (2013) 『金融政策入門』 岩波書店。
- ・ Goodfriend, Marvin (2014) "Monetary Policy as a Carry Trade," *Monetary and Economic Studies* 32.
- 680