

平成 30 年度 証券ゼミナール大会

5

第 4 テーマ

「日本銀行の金融政策と証券市場」

10

甲南大学 大塚ゼミナール 田中班

15

	はじめに	3
	第一章 伝統的金融政策	3
	1-1 金融政策の定義	3
5	1-2 金融政策の目的	3
	1-3 伝統的金融政策	4
	1-4 日本銀行の金融政策の歴史	9
	1-5 日本での伝統的金融政策の成果	14
	第二章 非伝統的金融政策	17
10	2-1 非伝統的政策の誕生	17
	2-2-1 ゼロ金利政策	18
	2-2-2 時間軸政策	19
	2-3 量的緩和政策	23
	2-4 量的緩和政策の効果	25
15	2-5 マイナス金利政策とフィッシャー方式の関係	27
	2-6 量的緩和政策の問題点	29
	第三章 日本の出口政策	31
	3-1 日本の大規模な金融緩和政策	31
	3-2 世界の金融緩和縮小の動き	34
20	3-3 日本銀行の金融緩和に対する出口政策	34
	3-4 金融緩和解消における難点	35
	3-5 アメリカから学ぶ金融緩和出口政策	37
	3-6 日本が今後行うべき出口政策の提案	38
	おわりに	40
25	参考文献	41

はじめに

80年後半に起きた「バブル経済」の崩壊後は「失われた20年」とも称され、経済は停滞、デフレ、不良債権問題など様々な問題に直面してきた。

この間、政府や中央銀行である日本銀行は伝統的金融政策を施行しこの停滞からの脱却を試みた。しかし、伝統的金融政策を施行しても日本の景気は良くなることなかった。行き詰った日本銀行は「非」伝統的金融政策である量的緩和政策等を打ち出し、今までに類を見ない方法で景気回復を目指した。しかしこの量的緩和政策も長期的に施行することができないため、日本銀行はいずれ出口政策を施行することになる。ここでは、伝統的金融政策や非伝統的金融政策とは何か、問題点、それを受けての出口政策を探る。

第一章 伝統的金融政策

第一章では最初に金融政策とは何か、どのような伝統的金融政策が実行されたのかを確認する。

1-1 金融政策の定義

金融政策とは、中央銀行が行う金融面からの経済政策のこと。財政政策とならぶマクロ経済政策の柱である。勘違いされやすいのが、金融政策は内閣府が実行するのではなく中央銀行、日本銀行が実行するものである。一般に中央銀行は経済の成長に必要な通貨を供給するとともに、一国の通貨価値の安定を使命としている。すなわち通貨量の膨張は通貨価値の低下を招来し、逆に通貨量の縮小はデフレーション現象を招くことになるので、通貨量を適正な水準に維持することが中央銀行の重大な使命となるが、このため中央銀行が行使する金融政策としては、(1) 金利、公定歩合政策、(2) 公開市場操作、(3) 準備預金制度の活用などがあげられる。

1-2 金融政策の目的

金融政策の目的とは、信用秩序の維持とマクロ経済の安定である。マクロ経済の安定は、物価の安定と適切な雇用の維持の二つにわけられる。具体的には、

一般物価を適当な上昇率に調節しインフレ・デフレを解消することと、非自発的な失業率（非自発的失業）をゼロに近づけることである。金融政策は財政政策とともに、消費・投資などの需要をコントロールする上で重要な役割を担っている。

- 5 金融政策とは、国内信用を中央銀行の裁量によって拡大ないし縮小させることであり、国内信用の拡大とは金融緩和であり、縮小とは金融引き締めにはかならない。金融政策の具体的な手段には、公開市場操作と金利操作がある。金融緩和によって、金融緩和→利子率低下→投資・消費の拡大→GDPの増大といったメカニズムが働く。

10

1-3 伝統的金融政策

ここでは、伝統的金融政策はどのようなものがあるのかを示す。

○公開市場操作

- 15 これは現在の中央銀行の金融政策においては最も重要な位置を占めているものである。中央銀行が金融機関（銀行や機関投資家）と債権を売買することによって利子率や市中に供給される貨幣供給量（市場にある貨幣＝お金の量）を調整する政策である。

これには大きく買いオペと売りオペがある。

- 20 買いオペとは、中央銀行が金融機関から債権を「買う」政策である。これにより、市中に出回る貨幣供給量が増加し、利子率が低下し、景気を刺激する金融緩和効果が得られる。

- 25 利子率が低下する理由は、貨幣市場において貨幣が超過供給になるからである。貨幣市場においては、その市場に存在する貨幣の量＝貨幣供給量と、人や企業が貨幣を欲しいと思う量＝貨幣需要量がある。そしてこの貨幣需要量は利子率の影響を受ける。何故なら、利子率は貨幣を保有するコストに相当するので、利子率が低い方が、もっと貨幣を保有しようという心理が働く。買いオペによって貨幣が超過供給になると、供給量より需要量が下回ってしまうため、貨幣市場に貨幣が余ってしまう。その余りをなくすために利子率が下がる。

- 30 利子率が低下すると、利子率は企業が銀行から融資を受けるときのコストに

相当するので、企業が銀行から融資を受けやすくなり、その結果企業が資金を手にして設備投資が促進され、景気が良くなるという理屈である。

- マネーストックが増加すると、金に余裕ができる人々が増えてくる。そのため金を貸したいと思う人が増える。すると、お金を借りたい人より貸したい人が多くなるため、金利が下がる。金利が下がるとローンを組んで支払う利息が少なくて済むので、設備投資や住宅購入が容易になる。これは、モノやサービスへの需要が高まっている状態であるので、物価が上がる要因になる。

また、マネーストックが増加するとその通貨の価値が下がるのと同じで、円安へとつながる。この二つから株価の上昇へと導き、景気回復へと進めていく。

- 10 一般的に景気が良くなると企業業績も回復するため株価は上昇し、景気が悪くなると企業業績も悪化するため株価は下落するが、株価は景気の手先を読んで動くことに注意が必要である。株価は今現在の景気動向を反映して動いているのではなく、将来の景気の動きを見越して、期待で先回りして動いているのである。

- 15 気をつけたいのはマネーストックを増やしすぎると物価が高騰しインフレになる恐れがあるので、流通量を増やすには注意が必要である。

○公定歩合政策

公定歩合とは中央銀行が金融機関に対し貸付を行う際の金利のことを指す。

- 20 公定歩合政策とは、中央銀行が公定歩合を変化させることによって、金融機関向けの貸出金を増減させ、結果的に貨幣供給量を増減させる伝統的な金融政策である。中央銀行が公定歩合を引き下げれば、金融機関はより多くの資金を借りることができるようになり、貨幣供給量が増加する。同様に、公定歩合が引下げられた場合、貨幣供給量は減少する。

- 25 金利自由化以前は政策金利＝公定歩合だった。

中央銀行の金利操作を理解するには、債券価格がどのように決定されているかを知る必要がある。

債券は、資金調達的手段として様々な経済主体によって発行される。例えば国債は国が発行した債券であり、社債は企業が発行した債券である。

- 30 政府や企業は、国債や社債という債権を投資家に買ってもらうことで、支出

に必要な資金を調達する。そして償還時期が来たら、額面金額を投資家に支払うことで返済する。

重要なのは、債券の発行価格は額面金額とは異なるという点である。債券発行する政府や企業は、償還時に支払う額面金額をあらかじめ設定しているが、

5 その金額がそのまま取引価格となるわけではない。

例を挙げて考える。今、満期は1年後で額面金額が100万円の安全な債権とする。利息はなしで、この時他の安全資産で運用した場合に得られる市場金利が仮に1%だとすると、債券の発行価格は次のようになる。

10
$$\text{債券の発行価格} = 100 / (1 + 0.01)$$

すなわち発行価格は額面金額を市場金利で割った値になる。何故市場金利で割るかというと、債券ではなく他の安全資産で100万を運用すれば、1年後の101万は現在の100万と同じ価値を持つのである。

15 この債券を1年間保有すれば100万を得られる訳であるから、100万で購入することは金利が0%であることを意味する。その場合には、ほかの安全資産で運用して金利を1%獲得する方が有利になるため、この債券を買う人はいなくなる。

20 債権では満期に支払われる額面金額が決まっているため、それよりも低い価格で購入することによって、購入価格と額面金額の差額を金利として獲得する仕組みとなっている。

その証拠に発行価格に金利をかけると、ちょうど額面金額に等しくなることが分かる。 ($\text{発行価格} \times 1.01 = 100$)

25 つまり金利が上昇すれば債券価格は下落し、逆に金利が下落すれば債券価格は上昇する。

市場金利が上昇した場合、債券を保有することで得られる利益も同じように増加しなければ購入する人がいなくなってしまうため、その分だけ債券価格は下落する必要がある。償還額は一定であるから、債券価格が低下することで、償還額と購入価格の差である金利収入が増加するわけである。

30 経済活動に影響の大きい長期金利を動かすためには、足元の短期金利だけで

なく、将来の短期金利の期待値にも影響を及ぼすことが重要である。

それを可能にする 1つの方法は、金利を上げた(下げた)場合には、今後しばらくは低下(上昇)することはないと市場に期待させることである。

すると長期金利の構成する項の多くが上昇する訳であるから、長期金利の上昇幅も大きくなる。

この観点からすると、長期金利をコントロールするためには、たとえ経済環境が多少変化したとしても、短期金利を短い期間で上下させることは望ましくないとと言える。将来の短期金利がどちらに動くか全く分からなければ、長期金利は足下の短期金利の変更分しか動かないからである。

10 実際、近年の米国の政策金利の推移を見ると、短い期間で方向転換がされるケースはほとんどないことが分かる。いったん金利が変更されると、しばらく維持されるか、同じ方向に変更されていくかのどちらかである。

さらに、近年の金融操作のもう 1つの特徴として、一度に大きく金利を動かすのではなく、少しずつ小刻みに動かす傾向にある。

15 その理由としては、一度に目標水準まで動かさずにあえて小刻みにすることで、同方向の金利変更を今後も継続していくという中央銀行の意思を市場に伝える意図がある。

このような漸進主義(gradualism)に基づく小刻みな金融操作を、金利スミージングという。

20 こうした金融操作のやり方が市場参加者に浸透していくことで、長期金利に対してより大きな影響を与えることができる。

中央銀行は金利を変更することで物価や景気の調整を図るのだが、政策金利水準の基準として最も知られているものに、テイラールールがある。

テイラールールは以下の式で表される。

25

$$\begin{aligned} \text{政策金利} &= \text{定数} + \alpha \times (\text{インフレ率} - \text{目標インフレ率}) \\ &+ \beta \times \text{GDP ギャップ} \end{aligned}$$

30 一般に、政策金利が経済変数に対して、どのように反応するかを表した式を政策反応関数というが、上記のテイラールールはその一種である。

テイラールールでは、政策金利を決める要因は2つである。

1つ目は、実際に観察されているインフレ率と、望ましいインフレ率の差である。

5 実際のインフレ率が目標値よりも高ければ政策金利を引き上げ、逆にインフレ率が低すぎれば金利を低下させることを示している。

2つ目は GDP ギャップである。

10 GDP ギャップとは、実際の GDP と、潜在的に達成可能な GDP (潜在 GDP) の差である。GDP ギャップが負の値をとっている場合は、その経済には稼働していない生産資源(労働者や生産設備等)が存在することを意味する。つまり GDP ギャップの値が小さいほど、景気が良くないことになる。

テイラールールにおいて非常に重要なポイントとは、インフレに関わる係数 α が 1 より大きい値をとることである。

簡易化のために、GDP ギャップを一定とし、インフレ率だけが 1%上昇した場合を考える。

15 この時、 α が 1 より大きいと、政策金利は 1%以上上昇する。すると、名目金利である政策金利からインフレ率を引いた実質金利も必ず上昇することになる。

名目金利とは実際に市場で成立した金利で、実質金利はそこからインフレ率を引いたものである。すなわち、

20

$$\text{実質金利} = \text{名目金利} - \text{インフレ率}$$

という関係がある。これをフィッシャー方式とも言う。

25 なぜ実質金利が重要なのかというと、インフレは債務負担を軽減させるからである。

例えば、借入金利が 3%の場合を考えると、インフレ率が 2%なら元本の負担が 2%減少するため、実質的な借入コストは $3 - 2 = 1\%$ になる。

このような理由から名目金利よりも実質金利の方が重要なのである。

30 景気を抑制して、インフレ率を低下させるためには実質金利が上昇することが必要であり、逆に景気を拡大してインフレ率を上昇させるためには、実質金

利を低下させる必要がある。

この様に考えると、 α が1以上であることの重要性が明らかになる。

α が1よりも大きいようなテイラールールに従うことで、インフレ率が上昇すれば実質金利が自動的に上昇し、逆にインフレ率が低下すると実質金利も自動的に低下するようになる。

インフレ率がどのように動こうと実質金利が望ましい方向に動いてくれるという意味で、テイラールールは一種の自動安定化装置の役割を果たすわけである。

このテイラールールにおける $\alpha > 1$ という条件は、テイラー原則(Taylor principle)と呼ばれている。

○預金準備率の操作

法定準備率を操作することによって、貨幣供給量を増減させる政策である。法定準備率とは、金融機関が預金者などから受け入れた預金に対して、そのうちの一定割合を中央銀行に預けなければならないことになっており、その比率のことを指す。

この中央銀行に預けなければならない預金のことを準備預金と言うが、伝統的にはこの準備預金には利子がつかなかった。したがって、金融機関にとっては、ほかの利子がつく方法でその資金を運用したほうが得であるため、できるだけ準備預金で運用したくなくなる。

したがって、各銀行の準備預金率は法定準備率にほぼ等しいもので、したがって中央銀行は法定準備率を操作することによって間接的に準備預金率を操作することが可能だったのである。

25 1-4 日本銀行の金融政策の歴史

ここでは日本の戦後からの金融政策を振り返る。

○インフレと国際収支の天井

第二次世界大戦終了後のいわゆる戦後復興期と(1950年代前半から1960年代初めまで)と、それに続く高度成長期(1960年代前半から1970年代初めまで)

の日本経済の特徴は、現実の経済成長が潜在成長力を上回る、いわゆる高圧経済の時代であった。企業の投資は極めて活発で、経済規模が急テンポ拡大していたが、こうした時代にはどうしてもインフレが発生しやすくなるようにしてこのインフレ圧力をコントロールし、適正は物価上昇率を維持できるか、という
5 ことだった。

インフレと並んで、この当時の日本経済の運営上最大の障害となったのは、国際収支の天井と呼ばれている問題だった。経済活動が活発化すると輸入が増え、貿易赤字が拡大する。サービス収支は恒常的に赤字で、したがって経常収支は大幅赤字を続ける。その結果、円相場に圧力がかかるが、当時の国際通貨
10 体制である実質ドル本位固定相場制度(ブレトンウッズ体制)の下では、1ドル360円という定められた相場を守らざるを得ず、外為市場への介入、すなわちドル売り円買いを行うことにある。それによってなけなしの外貨準備が枯渇し、政府が借入を余儀なくされる、といった場面が繰り返された。

15 ○護送船団方式

この時代の日本の金融制度を特色づけたのは、「箸の上げ下ろしに至るまで」と称された中央官庁(主管は当時の大蔵省銀行局と証券局)による規制だった。規制は、短期から長期に及ぶ国内金融取引全般—預金・貸出はもちろんのこと、債券・株式の発行・流通段階にまで及ぶ—更には海外取引をもカバーする全ての事柄に及んだ。とりわけ金利については、日本銀行の貸出金利である公定歩
20 合を下限として狭い範囲の中で細かく決められた金利体系と称されるものができており、しばしば狭いところにひしめき合っている「四畳半金利」などと呼ばれていた。景気動向に応じて公定歩合を動かそうとすると、この体系全体の修正が必要となり、ちょっとした大事業になるのだが、政策委員会の決定事項
25 であった金利とは異なって、郵貯金利だけでは別の体系に属しており(大蔵省ではなく郵政省の管轄)、この間でしばしば摩擦が生じて金融政策の機動的な運営を妨害した。

日常の銀行業務についても細かい規制があり、まさにがんじがらめといった状態だった。こうした厳しい規制の網は、金融機関は一行たりともつぶさない
30 という政府の大方針に沿ったもの。金融規制によって自由な競争を抑え、中小

金融機関の経営を支えると同時に、効率化の進んだ大金融機関には特別の自由な収益機会(超過利潤)を与える。そうした手立てを講ずることによって、金融システム全体の安定化を図り、高度成長に必要な資金の供給に齟齬を来さないようにするというのが、当時の金融行政の目的の一つだった。

5 こうした体制は、しばしば護送船団方式と呼ばれる。大小さまざまな船が一同となって、最も遅い船の歩調に合わせて進んでいくというイメージである。

金融機関は多少の不自由を我慢さえすれば、破綻などを心配する必要はなく、ある程度の利益は保証されているということで、まずは安泰に日々を送ることができた。金利が政策的に低く抑えられているために、企業の投資活動が刺激され、経済規模が急テンポで拡大する原動力となった。対外的には厳しい為替管理が敷かれ、1ドル360円の固定相場時代が続いた。1971年8月に、国際取引において米ドルに金交換を停止した、いわゆるニクソン・ショックまでのことである。高度成長期を通り過ぎた当時の日本の実力からするとかなり円安に設定されていたことになるのだが、そのために輸出産業は大いに潤い、経済が

10

15 拡大する重要な要因の一つとなった。

○金利体制

こうした規制体制の下では、コールレートを政策金利としてこれを操作し、その影響が中長期金利や資産価格に、ひいては実体経済全般に及んでいくことを目指すといった現在のような政策運営は夢物語に過ぎない。では、金融政策はどのように行われていたのか。

20

戦後復興・高度成長期は企業の設備投資活動が目覚ましく拡大した時代で、資金需要は極めて高水準に達した。しかしながら、金融資産の蓄積に乏しい状態の下では、企業の資金調達はほぼすべて銀行借入に頼らざるを得なかった。

25 銀行自身にも金融資産の蓄積がないため、銀行が企業の資産需要に応ずるためにはどうしても、最後の貸し手である日銀が必要な準備を供給しなければならない。すなわち、この時代の金融の流れは、「銀行が企業に向けて貸出を実行する→その結果、企業の銀行預金が生み出される→それには対して必要とされる法定準備は日銀がすでに供給している、ないしは供給することがあらかじめ約

30 束されている」ということになる。準備の供給はもっぱら銀行に対する日銀貸

出という形をとった。

5 公定歩合の変更は、規制金利体制下での各種の金利を動かすきっかけとなった。公定歩合変更の基礎となったのは、様々なリスクについての総合的な判断だが、それについての詳しい説明はなかった。市場関係者にとっては、公定歩合の変更は、外部から降ってくる、いわば信託のようなものだったと言える。中央銀行はしばしば、「行動すれども説明せず」の組織とされ、奥まった「鎮守の森」に例えられていたが、この時代の中央銀行の表現をしたものであった。

○日銀の政策

10 前面的な金融規制の時代には、銀行の企業に対する貸出も銀行自身が自由に決めていたわけではない。銀行は、貸出予定額を四半期ごとの自主的な計画という形で日銀に提出し、あらかじめ了解を得ることになっていた。実質的には日銀が決定するに等しかったわけだが、あくまでも銀行が主体となっているという建前で、これを窓口指導と呼んでいた。

15 貸出には、量だけでなく質(内容、対象)にまで及ぶ指導があった。この種の指導は基本的には銀行行政、すなわち大蔵省銀行局に属する仕事であるが、日銀も相当程度関与していた。戦後復興から高度成長に至る時代、日銀総裁が「法王」と呼ばれて絶大な権力をふるったと言われているのは、このように準備の独占的な供給権を持つ日銀が、銀行だけではなく、企業に対しても金融面で生殺与奪のカギを握っていたからである。

25 規制体制下にあったとはいえ、公定歩合という政策金利の変更が他の金利を動かし、その影響が経済活動に及ぼす効果に期待するという意味で、当時の金融政策は、基本的にはケインジアン・アプローチに沿ったものであったということが分かる。ただ、「日銀による準備の供給→銀行貸し出しの増加→銀行貸出の増加→それに伴う家計や企業の預金の増加」というプロセスだけをたどってみると、これはマネタリスト・アプローチではないかと考える人が出てきても不思議ではない。事実、1970年代半ば以降から数年間の日本の金融統計を見ると、マネタリスト・アプローチが主張していること、つまりマネタリーベースの増加→マネーサプライの増加→適度の経済成長と物価の上昇が相当程度実現しているかのように見える。こうしたこともあって当時、日銀をマネタリズム

の優等生という人もいた。

日銀の中でも、金融政策の運営方針として、一定のマネーサプライ(マネーストック)の伸びの実現を金融政策運営の中間目標とするマネーサプライ・ターゲット政策を採用してはどうかという意見が強まった。この時代、欧州諸国を中心

5 中心にマネーサプライ・ターゲットが一つの流行であったということもその理由の一つであった。

しかし、この提案は結局採用されなかった。主要中央銀行の中でマネーサプライ・ターゲットを採用しなかったのは、日銀と米国のFRBだったが、その理由はマネタリストが言うような金融政策の波及過程の筋額が理論的にいま一つ

10 納得いかなかったこと、実務的にかなりの困難を伴い、円滑な金融調節を行ううえで障害になる(市場攪乱的な金利の変動を招く)と考えられたためである。事実、マネーサプライ・ターゲットを採用した国々も、その後次第にこれに頼るのをやめていった。マネタリーベースとマネーストックとの関係、マネーストックと経済成長率及び物価上昇率との間に、マネタリストが言うような安定

15 的な関係が見いだせなくなったからである。

その原因はいろいろ考えられる。例えば、産業構造の変化や取引の国際化等

20 例とその例ですが、決定的な要因は金融の自由化、金融分野におけるイノベーション、つまり金融革命が進んで金融取引、金融商品が多様化・複雑化し、以前のような通貨の概念に基づくマネタリストの枠組みでは律しきれない現象が多く出てきたことにある。もともと日本については、金融規制の下での旺盛な資金需要と、それを踏まえた日銀による準備の供給という特殊事例があったわけで、その意味でこの時代の日銀の金融政策をマネタリスト・アプローチだとい

うことには無理があった。(窓口指導による歪みということもあった。)

25 ○金融自由化の時代

規制によってガチガチに固められていた日本の金融制度は、経済が高度成長期を脱して成熟期に入るに伴って、次第に変化していくことになる。その原動力となったのは、二つのコクサイ化と呼ばれた現象、すなわち大量の国債発行と、日本経済の急速な国際化だった。財政赤字が続き、国際に埋もれた、とま

30 で表現される経済において、国債の流通を厳しく規制し続けるのは不可能で、

自然に自由な債権市場取引が発達し、したがって金利の自由化が発展して、それが預金その他すべての金融商品に及んでいった。

銀行業務についても、経営陣の自由な発想に委ねられる部分が飛躍的に増えた。日本経済のオープン化進む過程で、金融だけが規制の枠に閉じこもっていることもまた不可能であり、為替管理が漸次廃止されるなど対外取引の自由化が進み、これまた国内の金利自由化を押し進める要因(外圧)になった。

国際通貨制度面では、ニクソン・ショックの後、様々な経緯を経て、70年代前半には世界的に変動相場制度が定着していった。1985年のプラザ合意、1987年のルーブル合意は、為替相場の変動が、国内の景気や金融に大きな影響を及ぼすこと、主要国の金融政策の運営が、各国の為替相場に大きな影響を与えることを世界に強く印象付ける出来事だった。

金融の自由化に対応して、金融政策の面でも様々な変化があった。金利の自由化が進むにつれて、次第に金利の持つ資金需要・供給調節機能が働くようになり、金融政策も金利中心の運営に移行していくようになる。銀行貸出についての窓口指導は、1991年という比較的早い段階で廃止された。政策金利を捜査目的とする政策運営の枠組みに移行したのは1995年、短期金融市場の金融調節の手段として、証券のオペレーションを主体とし、日銀貸出は補助的な手段となったのは1996年のことである。公定歩合という言葉は使われなくなった。

20 1-5 日本での伝統的金融政策の成果

1980年代半ばごろから日本で始まった株価や不動産価格のスパイラル的な上昇、広く平成バブルと呼ばれている現象は、1980年代の終わりごろから1990年代の初めにかけて「破裂」し、以後これまたスパイラル的に下落していった。

平成バブル発生の背景には、1985年のプラザ合意によって、円の対米ドル相場が大幅に上昇したことがある。急速な円高がもたらす経済への悪影響を恐れた政府・日銀は、度重なる財政支出や金利の引き下げを行って、その影響を緩和すべく努力した。しかしそれが予想以上に長引き、行き過ぎたことが株式、不動産、ゴルフ会員権、美術品といった、全般的な資産価格バブルの発生につながった。当時の日銀の三重野康総裁はこの当時の心境を「河合環の上に座っているような」と表現したが、バブルの発生を懸念しながらも、円高によって

経済活動が悪影響を被ることのないように金融緩和を続けなければならない政策運営担当者の悩みをよく言い表しており、この点は後で出てくる白川方明総裁時代の日銀の悩みに通ずるところがある。この間、消費者物価指数が比較的落ち着いた足取りをたどっていたことも、急激な金融引き締めを躊躇させる要因であった。

平成バブルの「破裂」は、企業の財務内容に大きな影響を与え、その活動を委縮させ、多くの場合、破綻につながる要因となった。とりわけ、保有証券についての巨額な評価損・売却損の発生や、貸出先企業の破たんによる返済ないしは回収不能債権（不良債権）のぞうかによる金融機関の財務内容の悪化は著しく、中小金融機関を皮切りに経営破綻の事例が相次ぎ、それがやがて大金融機関にまで及んでいった。日本経済を支える主要金融機関の経営の悪化が金融システム全体の動揺につながる恐れが出てきたことを踏まえ、政府は 1990 年代の後半から 2000 年代の初めにかけて、税金を投入して損失によって弱体化した金融機関の資本基盤を強化する公的資金の注入を含む数々の措置を講じた。

15

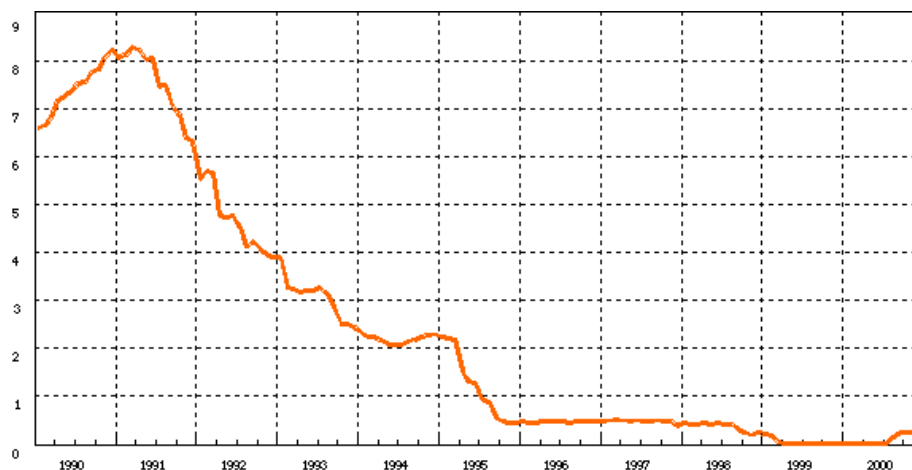
図 1-1 マネーストックの推移(1990~2000 年)



「日本銀行 時系列統計データ検索サイト」より作成

20

図 1-2 金利の推移(1990~2000 年)



5

「日本銀行 時系列統計データ検索サイト」より作成

GDP を算出する方法として、次のような式がある。

10

$$Y = C + I + G + Ex - Im$$

Y=Yield(生産、ここでは GDP)、C=Consumption(消費)、I=Investment(投資)、G=Government expenditure(政府支出)、Ex=Export(輸出)、Im=Import(輸入)を表している。

15

市場に流通する金が増えると金利が下がり、それに伴って投資を増やし経済を良くしようとした。上記に図 1-1.2 で示した通り、日銀も 1990~2000 年の間では市場の金の流通量は増やし次々と政策金利を引き下げて、景気回復へとつなげようとしたが、下記図 1-3 を見る限り思うようには民間設備投資が伸び悩み、景気回復へと繋がらなかった。

20

図 1-3 民間設備投資の推移(1990~2014年)



5

田中賢治(2016) 「1990年以降の日本の設備投資
—依然残る慎重姿勢と成長期待の弱さ—」より引用

日銀は伝統的金融政策では景気回復を達せなかったために、非伝統的金融政策へと移行していく。

第二章 非伝統的金融政策

2-1 非伝統的政策の誕生

15 非伝統的金融政策とは、中央銀行が金融調節を行うために市中から買い入れる資産の範囲や規模を、従来以上に拡充させる政策である。マネタリーベースを拡大して市中に潤沢な資金を供給する量的緩和、CPや社債などのリスク資産を従来の範囲を超えて購入する信用緩和などがある。金融危機によって金融市場の機能が低下し、短期金利の引き下げという伝統的な手法が有効でない場合

20 合に導入される。

伝統的金融政策と非伝統的金融政策の違いとは、伝統的金融政策はコールレート、預金準備率操作、公定歩合の操作を通じて金融市場をコントロールして

いた。つまり、短期金利の上下によって金融市場の安定を目指していたのに対して、一方非伝統的金融政策はその規模を拡大させて、市場に大規模なマネタリーベース（流動性）を提供することで、短期金利の引き下げだけでは対応できない状況に対処しようとしている。

- 5 非伝統的金融政策の誕生は、ゼロ金利政策をきっかけに始まることがほとんどである。

2-2-1 ゼロ金利政策

- 10 1999年2月16日に開かれた総裁定例記者会見において、速水総裁は以下のような発言をしている。

- 15 「私どもはオーバーナイトの無担保コールレートを基準にして目標を定め、場合によってはゼロになってもいいという位の気持ちで、取り敢えず0.15%前後のところで様子を見ようと思っていたが、…(中略)…もっと下がっていった方がいいと思っているところである。」

—1999年2月16日総裁定例記者会見より引用

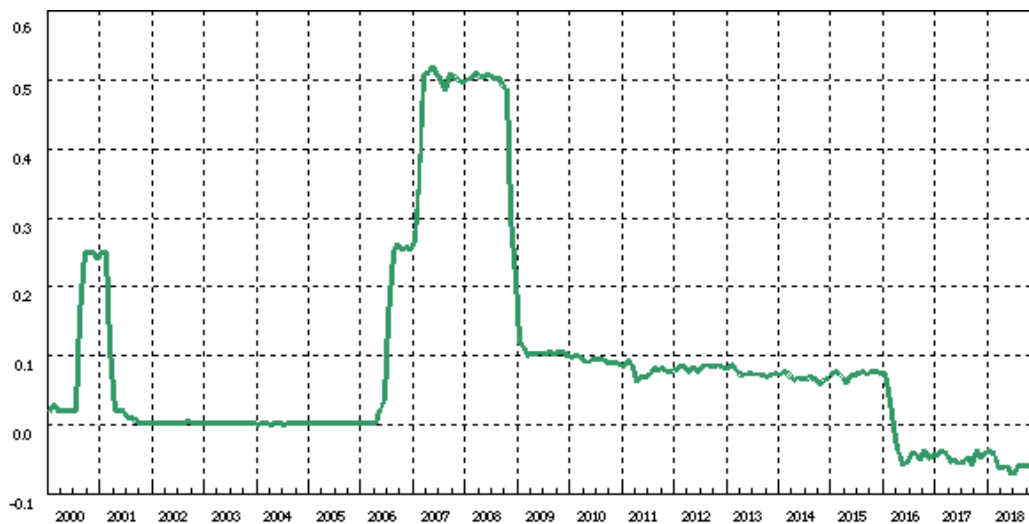
この会見から、一般的には1999年2月12日の政策決定をもって、ゼロ金利政策が開始されたとみなされている。

- 20 というのも、ゼロ金利政策は公開市場操作によって、コールレートを事実上0にすることにより、实体经济の景気をよくしようという意図があった。しかし、実際には景気が上向かないということが起きているのである。しかし、伝統的金融政策ではもう打つ手がない。

- 25 伝統的金融政策の限界はゼロ金利政策なのである。そんな中景気を回復させるためにはコールレートがゼロ金利なのはしょうがないとし「とにかくもっと金融市場にお金を投入したら景気はよくなるのではじゃないか？」という仮説で非伝統的金融政策は誕生した。

実際、ここ数年の金利は0に近い数字で停滞している。

図 2-1 金利の推移 (2000~2017 年)



5

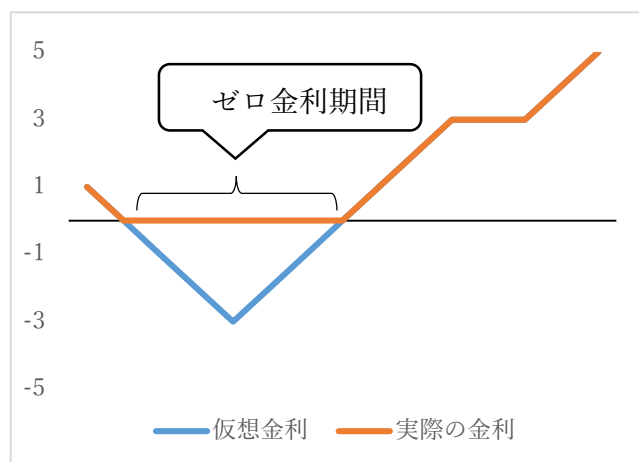
「日本銀行 時系列統計データ検索サイト」より作成

2-2-2 時間軸政策

ゼロ金利制約下において、長期金利を操作するのに時間事故政策がある。
最適金利と仮想金利の比較を、図を用いて考える。

10

図 2-2 ゼロ金利制約



— 著者作成

図 2-2 はゼロ金利が下限になるケースに加えて、仮想的にマイナス金利が可能なケースも示してある。仮想金利としては、前述の低おらルールによって示唆される金利水準などが考えられる。

5 景気が後退している局面では、本来なら仮想金利のように政策金利をマイナスにしておき。景気が回復したらプラスに戻すことが理想である。しかしゼロ金利制約が存在するので、本来はマイナスにする場面でもゼロにしかならない。

ここで重要なのは、政策金利をゼロ以下には下げられない分、実質的には「政策金利の引き下げ」を行っているのと同じことになるという点である。

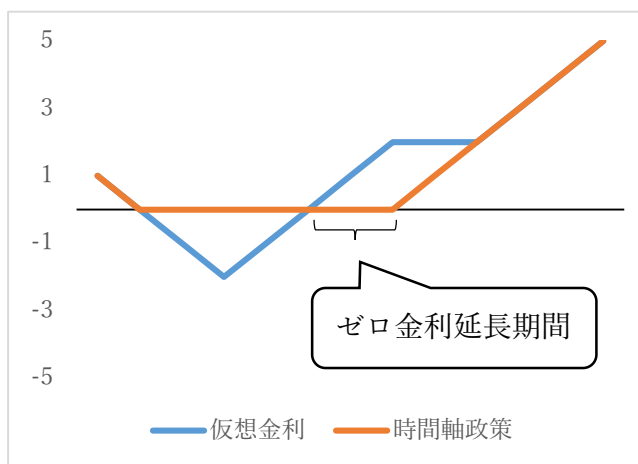
10 外見上は 0% という超低金利であっても、図 2-2 のように仮想金利が負の値をとる状況においては、実質的には景気を抑制するような政策となってしまう。

15 その為、後に仮想金利が上昇する局面において、これと同じように実際の政策金利を引き上げてしまうと、明らかに景気引き締めに偏った政策になってしまう。

このような事態を回避するための 1 つの方法は、仮想金利がプラスになる局面でもゼロ金利を継続することである。(図 2-3)

図 2-3 時間軸政策

20



ゼロ金利制約で引き締め効果が出ていた分、本来は金利を引き上げるべき局面になってもゼロ金利を続けることでゼロ金利制約による過去の引き締め効果を帳消しにする。

- 5 政策金利がゼロに達した時、例えその時点ではマイナス金利にできなくても。その分将来の低金利継続を約束することで長期金利を下げるができる。その時点での政策金利を操作することなしにインフレ率を押し上げることも時間効果が働けば、可能になる。

この時間軸政策は、将来の金融政策を「前借り」する政策だともいえる。

- 10 通常のテイラールールを採用している限りはインフレ率が上昇すると実質金利は必ず上昇する(テイラー原則)。これに対して時間軸政策では、インフレ率が上昇しても金利の引き上げを我慢することが要求される。

本来は守るべきテイラー原則をあえて破ることによって、ある意味では高インフレに対して無責任であることを約束し、その「無責任さ」を利用して強力な緩和効果を得るのである。

- 15 時間軸政策に関して、乗り越えるべき課題が2つある。一つ目は「時間不整合性」である。仮想金利が正の値をとるような局面になってもゼロ金利を継続する公約を守ることは、現実には決して容易なことではない。

- 20 事前に約束していても、実際にインフレが上昇すれば金利の引き上げを行うインセンティブが生じる。その時点ではインフレを押し上げるという目的はすでに達成されているので、過度のインフレが発生しないように金利を引き上げる選択となるからである。

中央銀行にとっては過去の公約が信頼された結果として、公約を破棄することが最適な選択となってしまうわけである。

- 25 この時、もし合理的な市場参加者がそのような中央銀行のインセンティブを理解していれば、そもそも最初から公約を信じることはない。公約が信頼されなければ時間効果も発揮されることはない。

時間統合性を回避するためには、中央銀行が公約を守るインセンティブを持つような環境が必要である。

- 30 公約を守ることへの信頼が時間軸効果を高め、時間軸効果が成功することが中央銀行に対する信頼をさらに高める。

また、時間軸効果の有効性が維持されるためには、市場参加者もこうした点を理解することが必要である。過去の公約を守ったかどうかではなく、一時点の政策のみを見て中央銀行が評価されるようだと、時間不整合性は解決されず、時間軸効果も発揮しない。

- 5 その意味では、中央銀行が、市場参加者に対してしっかりと政策決定の理由を説明することが重要になる。

二つ目は、歴史依存性である。将来の政策に関する公約を信頼性のあるものにするには、各時点の政策決定が、過去の政策決定にある程度縛られる必要がある。

- 10 仮に、各月の政策の政策は必ず前月の政策に影響されるとする。これは時間を進めて考えれば、各月の政策が必ず政策に対して何らかの影響を及ぼすことを意味する。

政策における歴史依存性が何らかの形でルール化されるのであれば、各時点における政策は、将来の政策をある程度決めることにもなる。

- 15 反対にその場限りの裁量的な政策を行う場合には、上記の時間不整合性の問題が発生するため、時間効果は発揮されないであろう。

問題は、歴史依存性をどのようにルール化するかであるが、これについてはテイラールールの修正版が一つの候補として考えられる。

- 20 今期の政策金利 = $A \times$ 前期の政策金利 + $f(\text{インフレ、GDP ギャップ})$

ここで a は定数で、 $f(\cdot)$ はインフレと GDP ギャップの関数である。

このルールでは、今期の政策金利が前期の政策金利に影響されるため、将来の政策決定は現在の政策によってある程度制約されるわけである。

- 25 ただし、そもそも中央銀行がこのようなルール自体を破ってしまわないかという問題は別に存在しているので、こうしたルールで確実に時間不整合性を回避できるというわけではない。

時間不整合性を回避するためには、やはり中央銀行に対する信頼性が最も重要なポイントになる。

2-3 量的緩和政策

日銀がとった「量的緩和政策」は、固有名詞として広く使われているが、ゼロ金利での金融政策を理論的に整理する場合は、「非伝統的金融政策」という言葉が用いられることが多い。「量的緩和」は、非伝統的金融政策のなかのひとつの政策になる。

非伝統的金融政策の整理はまだ流動的であるが、ここでは Meier (2009) に大体したがって整理する。非伝統的金融政策は、まず中央銀行の資産側に着目し、伝統的なオペ対象資産（短期国債、CP 等）以外に、長期国債、社債・企業への直接融資、外貨建て資産等を購入する手段を考える。同時に通常のオペ対象資産を同額だけ売却すると、中央銀行のバランスシートは膨らまない。このことから、こうした政策は「質的緩和」と呼ばれる。企業の債券を購入する場合は「信用緩和」、外貨建て資産を購入する場合は「不胎化介入」になる。

同額の資産売却と組み合わせない場合は、結果として中央銀行のバランスシートが膨らみ、「量的緩和」になる。別の見方をすると、「質的緩和」から伝統的な供給オペをおこなうと「量的緩和」になる。そこで、質的緩和と量的緩和の差の部分を「狭義の量的緩和」と呼んでおこう。この違いは外国資産を購入する場合が一番わかりやすく、量的緩和では「非不胎化介入」になる。企業の債券を購入する場合は区別なく「信用緩和」と呼ばれる。以上のことから、質的緩和 + 狭義の量的緩和 = 量的緩和 となる。

日銀の「量的緩和政策」では、政策金利をゼロにまで引き下げた後に一層の金融緩和を求めて、当座預金の拡大政策をとったのだが、その背景には貨幣数量説的な効果に対する期待が幾分あったと思われる。しかし、貨幣数量説的な効果があれば物価が 50% 上がっても不思議でないくらいのマネタリーベースの拡大があったが、物価は一向に上がらなかった。

限定した量的緩和政策（つまり大量の資金供給オペ）は、金利が正の場合は、金利が低下して、マネタリーベースとマネーストックは増加していく。これは、通常の貨幣需要関数の想定するところである。また、金利が正の範囲内では、貨幣と物価は長期的には安定的な関係をもつ。つまり、貨幣数量説が示唆するような「貨幣が倍になれば物価が倍」のような関係が成立する。

これは、ゼロ金利になると、短期の金融資産が貨幣とほぼ完全代替になり、

そこで短期金融資産を貨幣に置き換えても、民間主体の行動には影響を与えなくなるからである。「流動性の罨」と呼ばれる現象であり、日本の経験では、Krugman (1998)から有名になった。Eggertsson and Woodford (2003), Curdia and Woodford (2010)のような、現在の標準的なニューケインジアンモデルでも同様な性質が成立する。

5 このことが理論的にも日本の経験からも確かめられているので、米国は「信用緩和」政策のために、マネタリーベースを大きく増やしたが、力点は限定した量的緩和にはない。貨幣数量説的に考えて、そんなにマネタリーベースを増やせば高インフレが起こるのではないかと懸念する人もいるが、バーナンキ議長はそうはならないとわかっているから、マネタリーベースを大胆に増やしているのである。

15 限定した量的緩和は、短期金融市場に甚大な影響を与えた。銀行にとって、日々の資金過不足に合わせて、資金を運用・調達することは非常に重要な仕事である。当座預金があれば膨れ上がると、単に当座預金を積んでおけばよくなり、その仕事がまったくなくなってしまう。量的緩和政策の期間中は、人とディーリングルームが必要でなくなるので撤収するが、量的緩和政策が解除されると、重要な仕事がまた復活する。急にいわれてできる仕事ではないので、人材をどのように確保しておくか、量的緩和期間中に難題を抱え込む。

20 それだけの代償を払って、限定した量的緩和に何の効果があったのか。量的緩和政策の効果を分析した研究を展望した鶴飼(2006)によれば、当座預金が増えることで、民間部門が保有する資産の構成が変わり、それが企業の資金調達に好影響を与えたという結果を得ている研究と、そうではないという研究がある、とされている。つまり、明確に強い効果がないということである（日銀の「量的緩和政策」全体の評価ではなく、「限定した量的緩和」政策だけをいま

25 は取り上げている）。

 この効果は、短期金融市場で起こったことが社債市場に波及していくという、ずいぶんと迂遠な経路をたどっている。それによって短期金融市場に大きな混乱が生じるのであれば、直接に信用緩和政策をとればよいのではないか、というのが自然な考え方である。

30 つまり、より効果が直接的で副作用の少ない治療法があることがわかったの

で、まずはそちらを使用すればよいことになる。

これが現在、限定した量的緩和自体を目的とした政策が重きを置かれていない理由である。

5 2-4 量的緩和政策の効果

日本銀行がある意味では必要以上に資金供給を行うのが量的緩和であるが、量的緩和で期待される効果としては大きく分けて3種類あり、一つ目はポートフォリオ・リバランス効果、二つ目はシグナル効果、三つ目は金融システムの安定化である。

10

○ポートフォリオ・リバランス効果

ポートフォリオ・リバランス効果（再構築効果）とは、量的緩和を行えば、日銀当座預金の増えた分は企業融資などに回されるという効果である。例えば、A銀行が国債100億円、融資100億円、日銀当座預金に50億円、預けていたとする。次に、量的金融緩和が行われると、国債が高値で買われることになる。すると国債30億円分だったものが、35億円になり、35億円が日銀当座預金に振り込まれる。その当座預金は、準備金ではないので、特に置いておく必要がない。なので、A銀行は企業融資にそのお金を回すことになる。

すると、A銀行の資産ポートフォリオ（資産の組合せ）は、国債65億円、融資135億円、日銀当座預金50億円となる。そして、企業は融資が受けやすく、活動が活発になり、賃金・物価も上がるということが期待されている。

20

○シグナル効果

シグナル効果とは、量的緩和が採択されることによって、ゼロ金利状態がしばらく続くことが市場参加者に期待される効果のことである。

25

量的緩和はゼロ金利政策より一段と緩和度が高い政策であるから、仮に景気が上向いて量的緩和が解除されたとしても、通常はすぐにコールレートが引き上げられることはない。

いったん過剰準備を解消してゼロ金利政策に戻り、一呼吸置いた後でゼロ金利政策を解除してコールレートを引き上げるという手順が基本である。

30

こうしたことから、量的緩和を採用することで、実質的には金利の時間軸効果と同様の効果を生み出すことが期待される。

このことに加え、日本銀行は2001年3月の量的緩和導入に際して次のような公約をしている。

5

「新しい金融市場調節方式は、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、継続することとする」

—2001年3月19日日本銀行公表資料より引用

10 1999年に導入されたゼロ金利政策でも、「デフレ懸念の払拭ということが展望できるような情勢になるまで」ゼロ金利を続けるという公約があったのだが、今回は明確にインフレ率が「安定的にゼロ%以上となるまで」と具体的な数値条件を示している。

15 具体的な条件を示した方が、市場参加者にとっては将来の政策が分かりやすくなり、時間軸効果はより強く働くと考えられる。

○金融システムの安定化

金融システムとは、金融機関同士が資金のやり取りを行う仕組みを意味する総称である。

20 金融システムの特徴として、どこかの金融機関が破綻したり、信用不安が起こったりすると、全く無関係に見える多くの金融機関にまで信用不安が波及することがある。

25 そのような信用不安の伝播が起こると、本来は健全な金融機関であっても、資金調達が困難になり、期限委までに決められた支払いができず破綻してしまうこともある。

その点、過剰準備が大量に積まれている量的緩和の下では、健全な金融機関は当面の間資金調達の心配をする必要はない。となれば信用不安が波及する恐れもなくなるため、金融市場全体が落ち着いた状態になる。

30 また、日本銀行は、現時点だけでなく将来の資金調達の不安も取り除くため、次のような公約も行っている。

「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恐れがある場合には、上記目標に関わらず、一層潤沢な資金供給を行う」

—2001年3月19日日本銀行公表資料より引用

5

将来の資金供給の拡大も柔軟に行うとするこのような量的な意味でのコミットメントも、市場の安定感を高め、金融委システムの安定化させる働きを強化したと考えられる。

10 2-5 マイナス金利政策とフィッシャー方式の関係

マイナス金利政策とフィッシャー方式との関係とは、フィッシャー方程式とは、「実質金利は、名目金利から期待物価上昇率を差し引いたものに等しい」というもので、投資や金融取引の根幹をなす重要な「恒等式」である。すなわち、数式で表現すると、「実質金利＝名目金利－期待物価上昇率」となる。これは変形すると、「名目金利＝実質金利＋期待物価上昇率」とも表現できる。その際、フィッシャー方程式の見方や解釈でしばしば論争となるのは、「実質金利と名目金利のどちらが先に決定するのか」という問題である。

15

$$\text{実質金利} = \text{名目金利} - \text{インフレ率}$$

20

フィッシャー方式

まず、名目金利が先に決定するケースを考える。たとえば、名目金利が1%で、期待物価上昇率が▲0.5%のとき、フィッシャー方程式から、実質金利は1.5%（＝1%－▲0.5%）となります。この場合、中央銀行が量的・質的金融緩和とマイナス金利政策で、たとえば名目金利を▲0.5%に誘導しつつ、期待物価上昇率を2%に高めることができれば、実質金利は▲2.5%（＝▲0.5%－2%）となり、マクロ経済を刺激できる可能性がある。

25

他方、実質金利が先に決定するケースを考える。たとえば、実質金利が1%で期待物価上昇率が▲0.5%のとき、フィッシャー方程式から、名目金利は0.5%（＝1%＋▲0.5%）となる。この場合、中央銀行が量的・質的金融緩和

30

とマイナス金利政策で、期待物価上昇率を2%に高めることができて、実質金利は1%で先に決まっているので、マクロ経済には何も刺激を与えられず、名目金利が3% (=1%+2%) に上昇するだけである。

5 以上から、「実質金利と名目金利のどちらが先に決定するのか」という問題は、短期・長期での調整メカニズムを含め、金融政策の効果予測に大きな影響を及ぼす。

しかし、デフレの深刻さがある。なお、通常の経済学の教科書などではあまり議論されないが、フィッシャー方程式は、「期待物価上昇率 = 名目金利 - 実質金利」とも表現でき、名目金利がゼロやマイナスに陥った場合は、この式の見方や解釈も重要となる。たとえば、実質金利が1%で、名目金利がゼロのケースを考える。この場合、上式は「期待物価上昇率 = -1%」となる。これは、「名目金利がゼロの経済では、実物資産の収益を表す実質金利と貨幣保有の収益が一致する」ことを意味する。

15 この理解を深めるため、いま物価が100円で、生産する財・サービスは1種類の財Xしか存在しないとする。すなわち、物価は100円なので、この財の現在の価格は100円である。このとき、1万円の貨幣を保有する個人はどうするのが最適で、1年後の物価（財Xの価格）はどうなるか。まず、1万円をすべて使い、いま価格100円の財Xを100個購入すると、実質金利は1%であるから、1年後に財Xは1個増加し、101個になる。よって、1年後の物価（財X

20 の価格）をPとし、101個の財Xをすべて売却すると、 $101 \times P$ 円の貨幣を得ることができる。他方、名目金利がゼロで何も投資せず、1万円を貨幣として1年間保有する場合、1年後の貨幣はやはり1万円である。その際、もし「 $101 \times P \text{円} > 1 \text{万円}$ 」であれば、いま財Xを購入する者が増えるので、1年後の財Xの供給が増加し、1年後の物価（財Xの価格）Pは下落する。また、もし「 $101 \times P \text{円} < 10000 \text{円}$ 」であれば、いま財Xを購入する者が減るので、1年後の財Xの供給が減少し、1年後の物価（財Xの価格）Pは上昇する。

30 以上のメカニズムから、最終的には「 $101 \times P \text{円} = 1 \text{万円}$ 」が成立し、これは1年後の物価Pが約1%下落し、約99円となることを示唆する。これが、「期待物価上昇率 = -1%」の意味である。量的・質的金融緩和やマイナス金利政策で実物資産への投資を期待する向きもあるが、名目金利がゼロやマイナスに

陥った場合、貨幣を財・サービスの取引動機のみでなく、各経済主体が資産として貨幣を保有する動機も高めてしまう可能性もある。これが、いわゆる「流動性の罠」である。その際、たとえば実質金利が1%の経済で、中央銀行がマイナス金利政策を導入し、名目金利を▲0.5%とすると、上記と同様、フィッシャー方程式（期待物価上昇率＝名目金利－実質金利）から、期待物価上昇率は▲1.5%（＝▲0.5%－1%）となる。これは、マイナス金利政策でも貸出需要が増えず、金融仲介機能が弱体化し、むしろ各経済主体が資産として貨幣を保有する動機が高まってしまう場合、マイナス金利政策はさらにデフレを深刻化させてしまう可能性を示唆する。

10

2-6 量的緩和政策の問題点

量的緩和政策の問題点がある。効果に対する疑念、行き過ぎの懸念、日銀の健全性の問題、財政規律の問題がある。

効果に対する疑念とは、日本銀行が資金を供給しようが、金利がほぼゼロに等しく流動性の高い国債と貨幣を交換したところで同じことではないかという指摘である。つまり、融資に回せるなら、流動性の高い国債はすでに融資に回しているのではないか？という指摘である。

行き過ぎの懸念とは、この政策は資金を大量に供給できるが、その過剰資金が資産市場に流れ込めばバブルになり、深刻なインフレになった場合、制御できないのでは？という指摘がある。

テイラールールに従うとインフレ率が上昇すると政策金利は上昇してしまう。この流れで政策金利が上昇してしまうと量的緩和で日本銀行が買い占めた国債の価格が下落し、日本は国債大国であるため国債という借金を抱えている日本政府はその負担額が背負えないほど大きなものになってしまう。その結果、財政破綻に陥ってしまうなど日本の経済が大混乱してしまうかもしれないと言われている。

もしもインフレが発生して政策金利が上昇し、その影響で国債が下落してしまえば国の財政そのものを圧迫してしまう。また国債だけでなく今回リスク評価の対象とされてしまう住宅ローンや企業向けの長期融資についても、各銀行は圧縮せざるをえなくなるかもしれない。そうするとバブル崩壊後に何とか回

30

復の兆しが見えてきた住宅市場が再び冷え込んでしまったり、企業融資が抑えられることでまた景気を悪化させたりすることにもつながりかねない。

日銀の健全性の問題とは、量的金融政策は、日本銀行の資産負債を膨張させる。

- 5 もし国債価格が下落すれば、日本銀行は巨額の含み損を計上することになり、リスクがあるのではという指摘。また、日銀が大量の資産を持って金利を引き上がることが、日銀の健全性を損なうことにもつながる可能性があるため、インフレを達成した後のことも懸念されている。

- 10 量的質的金融緩和とは、量的金融緩和や買入債券の多様化を持ってしてもデフレから脱却できない現状を変えるために、日銀が新たに打ち出した政策が「量的質的金融緩和政策」である。これは「異次元緩和」とも呼ばれ、マネタリーベースを増やす量的金融緩和と多様な金融商品を買入れる質的金融緩和を合わせた用語である。具体的には、消費者物価指数を2年間の間に前年比2%上昇を最終目標に以下の中間目標を立てていた。・マネタリーベースを2倍
- 15 に拡大、ETF(上場投資信託)長期国債を2倍以上、長期国債の買入対象を拡大、長期国債の平均残存期間を2倍以上、量的なものは、マネタリーベース・ETF長期国債の買入増加。質的なものは、買入対象を拡大し、長期国債の平均残存期間を2倍以上に設定したことである。さらに、2016年1月にマイナス金利をつけることに決定した。しかし、2016年9月に量から金利へと政策目
- 20 標を変更した。

このようにして、金融緩和を開始してから、3年半かけても達成できなかった物価上昇2%という目標を、長期化して、達成しようとしている。理由は2つある。

- 25 (1) 物価上昇の実現には想像以上に時間がかかると考えたため。政策実行後、物価は上昇せず。

(2) マイナス金利政策の負担を和らげるため。マイナス金利政策を実行後、金融機関では収益悪化が生じていると日銀は認めている。

以上の理由から、物価を2年で2%上昇させるという目標を長期間かけて達成するという目標に変更した。

第三章 日本の出口政策

3-1 日本の大規模な金融緩和政策

2000年代の日本経済は日本銀行が低金利政策をとり続けていながら、デフレ
5 状態を脱却できず、円高の影響も加わって不況感を抜け出せない状況が続いた。

2012年12月に発足した第二次安倍晋三内閣は経済の再活性化を政権の第一
目標としていわゆるアベノミクスを提起、日銀にさらなる金融緩和を迫った。

2013年3月に就任した黒田東彦日銀総裁は、大胆な量的緩和を骨子とする金
融緩和策を打ち出し、マネタリーベース（日銀から金融機関に流す金）を2012
10 年末の138兆円から2014年末には270兆円と一気に倍増させると発表。投資
信託や国債の買い入れ枠を大幅に緩和する方針を提示した。また2%の物価安
定目標を実現し、安定的に持続させるために必要な金融緩和を継続するとした。

為替市場と証券市場はこれに敏感に反応し、円安・株価高に転じている。2013
年12月末にはマネタリーベースは200兆円を突破した。デフレ状態からの脱
15 却という目標については、2014年2月末の消費者物価指数（生鮮食品を除く）
が前年同月比で1.3%となり、2014年1月の三大都市圏の地価公示価格は住宅
地前年比0.5%、商業地1.6%上昇となるなど効果が出ているとの評価もあつ
た。

しかし企業が政権の促す賃金上昇に十分に応じているとはいえない。さらに、
20 2014年4月の消費増税、円安の固定化による輸入品の値上がり、原油価格の値
下がり等々の影響も加わり、消費動向は停滞したままとなっている。こうした
状況をふまえて日銀は、2014年10月末、30兆円の追加緩和策を発表、さらに金
融緩和策を続ける構えである。

また、2018年10月末の金融政策決定会合で、短期金利をマイナス0.1%、長
25 期金利をゼロ%程度に誘導する金融緩和策（長短金利操作）の現状維持を賛成多
数で決定した。

図 3-1 マネタリーベース（平均残高 前年比%）

2013 年度	44.0
2014 年度	39.3
2015 年度	32.1
2016 年 2 月	29.0
3 月	28.5
4 月	26.8
5 月	25.5
6 月	25.4
7 月	24.7
8 月	24.2
9 月	22.7
10 月	22.1
11 月	21.5
12 月	23.1
2017 年 1 月	22.6
2 月	21.4
3 月	20.3
4 月	19.8
5 月	19.4
6 月	17.0
7 月	15.6

「日経ビジネスオンライン」より引用

図 3-2 消費者物価指数

	“消費者物価指数 生鮮除く総合 前年比%”	“M3 増加率 平均残高 前年比%”	“銀行計貸出残高 前年比%”
2013 年度	0.8	3.1	2.3
2014 年度	2.8	2.7	2.5
2015 年度	0.0	2.9	2.5
2016 年 2 月	0.0	2.5	2.2
3 月	▲0.3	2.5	2.0
4 月	▲0.4	2.7	2.2
5 月	▲0.4	2.8	2.2
6 月	▲0.4	2.9	2.0
7 月	▲0.5	2.9	2.1
8 月	▲0.5	2.8	2.0
9 月	▲0.5	3.0	2.2
10 月	▲0.4	3.1	2.4
11 月	▲0.4	3.3	2.4
12 月	▲0.2	3.4	2.6
2017 年 1 月	0.1	3.4	2.6
2 月	0.2	3.5	2.9
3 月	0.2	3.5	3.0
4 月	0.3	3.4	3.0
5 月	0.4	3.2	3.3
6 月	0.4	3.3	3.3
7 月	—	3.4	3.4

「日経ビジネスオンライン」より引用

3-2 世界の金融緩和縮小の動き

日本に先駆けて、欧米ではマイナス金利の見直しや量的緩和の縮小を始める動きを見せている。欧州全体では GDP 成長率は長期間にわたりプラスを維持しており、まずまず安定している。マイナス金利についても、欧州中央銀行 (ECB)

5 はなるべく早く正常化したいと考えていると予想できる。

欧州中央銀行 (ECB) が 2018 年 1 月から国債などの資産購入額を減らし、量的金融緩和を縮小することを決めた。米連邦準備理事会 (FRB) に続いて、大規模緩和からの出口に向かう。

10 ECB は 26 日、現在は毎月 600 億ユーロ (約 8 兆円) としている国債など資産購入額を、来年 1 月から毎月 300 億ユーロに減らして 9 月末まで 9 カ月間は買い入れを続けることを決めた。同時に経済状況しだいでは買い入れ期間を延長したり、資産購入規模を再拡大したりする可能性も示した。

ECB は緩和縮小に伴うユーロ高など為替市場への影響も注視しながら、緩和縮小を段階的に進める見通しだ。

15 08 年のリーマン・ショック後の世界金融危機に対応し、日米欧の主要先進国は、国債など資産を購入する異例の金融緩和策を進めてきた。

20 10 年近くたって世界経済は回復軌道に乗り、中央銀行も徐々に金融緩和の縮小にかじを切り始めた。先を行く米国は、今月から保有資産の圧縮に動き始めた。英イングランド銀行 (中央銀行) も近く、金融危機後では初めて政策金利の引き上げに動くとの観測が強まっている。

25 世界経済は堅調で、株式、不動産など資産価格も上昇基調が続いている。資産価格が上がる背景には、実体経済の回復や企業業績の好転とともに、主要中央銀行による大規模な金融緩和の影響もあるとみられる。米欧の金融緩和政策が大きな転換点を迎えるなかで、今後市場にどんな反応が出てくるかは注意が必要である。

3-3 日本銀行の金融緩和に対する出口政策

30 第一項で述べた金融緩和に伴うリスク、欧米の中央銀行の動向などから、金融緩和政策は永遠に続けることが不可能であることが分かり、日本銀行は近い将来に金融緩和の出口政策への道筋を明確にすることを目指さなければいけな

い。

3-4 金融緩和解消における難点

5 金融緩和解消を意味する、出口政策を実現するには、これまで買い入れたETF
(株価指数連動型上場投資信託)をどのように処理するのかということが問題
10 になってくる。日銀がETFの買い入れを開始したのは、2010年の白川方明総裁
時代。この時、日銀は株式市場のリスクプレミアム縮小をETF買い入れの理由
とした。つまり、リスクの大きい株式投資を日銀がETFを買い入れることでリ
スクを小さくし、投資を活発化させようとしたのだ。当初は、年間4500億円の
10 買い入れ額でスタートした。

そして2013年3月に黒田氏が総裁に就任すると、同年4月から始まった異
次元緩和でその買い入れ額は年間1兆円に増額される。さらに、2014年10月
の追加金融緩和で年間3兆円、2016年7月には現在の年間6兆円にまで引き上
げられたETFの買い入れについて日銀は、「株価の上昇は、資産効果などを通
15 じて個人消費を押し上げるほか、企業の資金調達環境やマインドの改善によっ
て設備投資を促すことが期待できる」とした。

しかし、日銀が金融緩和政策の目標に掲げた個人消費を表すCPI(消費者物
価指数)上昇率2%の達成には程遠い状況にありながら、すでに日銀のETF保
有額は18兆円を上回っている。これは実に、日本株全体の約4%にあたるのだ。

20 日銀が日本株全体の大株主となったことに対する弊害は数えきれないものがある。
例えば、本来株価は株主による経営のチェックや業績のチェック、株式
の発行数という需給により変動するものだが、日銀がETF買い入れを行って
いることで、株価変動の機能が損なわれている。これらにおいて、もっとも問題
視されるべき部分が、日銀のETF買い入れが“日本経済を崩壊させる爆弾”にな
25 り得るという点にある。

日銀の金融緩和策の中心施策は、国債の買い入れにある。現状では、年間に
新規で80兆円の国債を購入することになっている。買い入れの中心は10年物
国債で、日銀ではその平均残存期間(償還までの期間)が7年程度になるよう
に買い入れを行っている。

30 つまり、この間に景気の悪化により、金融緩和を再開して国債の購入を行う

可能性は高いといえるものの、現在どれだけ大量・巨額な国債を保有していても、7年間買い入れをストップすれば、すべて償還を迎えて残高はゼロになる。

だが、ETFには償還がない。日銀が一旦買い入れてしまったETFは、金融緩和政策の終焉とともに、その出口戦略として売るしかない。

5 日銀は、「TOPIXが前場に下落するとETFを買い入れる」（株式市場関係者）と見られている。事実、このケースでの買い入れは多い。つまり、「株価が下がったら日銀の買いが入る」ということである。

ここに大きな錯覚がある。日銀は株価が下がったらETF買いを行っているので、常に利益が出ていると思われがちだ。だが、例えば、日経平均が1万1000
10 円から1万500円に下がった時に買うのと、1万2000円から1万1500円に下がった時に買うのとでは、買いを入れている水準は1万1500円の方が1000円も高い。つまり、下がっているとはいえ、高い価格で買い入れているということ。その点、日銀のETF買いは、日々、株価が下がった時に行われてはいるが、必ずしも株価の絶対水準が安いところで買っているわけではないのだ。

15 まして、今の株式市場では、「日銀のETF買いを“クジラ”と呼び、株価が下がると“クジラの買い”を期待する」（株式市場関係者）ようになっており、完全に日銀のETF買いが株価の下支えとして機能している。

このような状況の中で、もし日銀が金融緩和策の出口戦略として保有するETFの売りに動けば、「実際にETF売りを行わなくても、売りを行うというアナウンスだけでも、株価が暴落する可能性がある」（株式市場関係者）と見られている。アベノミクスの唯一の成果である株高・円安の株高は崩壊する。そうなれば株価暴落は間違いなく、实体经济に悪影響を及ぼすことになるといえる。

25 そもそも先進国で、金融緩和を目的に株式を購入した中央銀行はなく、株式の購入は、物価への波及効果が見えづらいほか、何よりも、その恩恵が上場企業や富裕層に偏る。

つまり、日銀のETF買い入れは、金融政策における“社会的実験”であり、“劇薬”である。

30 日銀内部でも、ETF買い入れについて懸念が出ている。昨年10月30～31日開催の金融政策決定会合では、政策委員から「政策効果と考え得る副作用につ

いて、あらゆる角度から点検すべきだ」との声が出た。今年 3 月 8～9 日の金融政策決定会合でも、ETF 購入について同様の意見が出ている。

5 国債については、2016 年 9 月に長短金利操作（YCC）付き量的・質的金融緩和と政策を導入し、金融政策の手段は量から金利へと回帰、国債購入は徐々に減額されてきている。しかし、ETF はいまだに年間 6 兆円の買い入れが続いている。

○保有する ETF の処理

10 今、水面下で言われているのが、「ETF を日銀の勘定から切り離す方法」である。保有する ETF を別の機関の勘定に移し、ここが株式市場に影響が出ないよう長い年月をかけ、ジワジワ売却するシナリオだという。簡単に言えば、バブル経済崩壊後の不良債権処理で銀行や証券会社が行った“飛ばし”である。現在、当時のような“飛ばし”は金融商品取引法で禁じられているが、実は、いわば“合法的飛ばし”を行っている機関が存在する。

15 2002 年、銀行による政策保有株（いわゆる持ち合い株式）の市場売却の影響を避けるために、「銀行等保有株式取得機構」が設立された。同機構は、政府保証の付いた借り入れや債券発行で調達した資金により、銀行から株式を買い入れ、長期間をかけて株式市場への売却を行っている。

20 水面下で言われているのは、これと同様の機能を持つ機関を作り、日銀保有の ETF 売却に利用しようという考えだ。

もっとも、この方法が実現可能か否かは、現時点では未知数である。実施するためには日本銀行法を含め、既存の関連法の改正や新法の制定が必要であるはずだからだ。

25 それでも、“爆弾の処理方法”は検討しておく必要がある。処理のできない爆弾の存在をそのまま放置しておくことはできない。しかも、欧米各国ともすでに金融緩和の出口戦略を始めている。日本政府、日銀に残された時間は多くない。

3-5 アメリカから学ぶ金融緩和出口政策

30 米連邦準備理事会（FRB）からの出口戦略について早くから方向を示し、市場

に浸透させてきた。その手法は日本や欧州の金融政策当局が参考にするのに効果的であるといえる。

FRB の米連邦公開市場委員会（FOMC）は政策金利を 1.0～1.25%の現行水準に据え置くとともに、満期を迎えた米国債や住宅ローン担保証券（MBS）への再投資を 2017 年 10 月から段階的に減らすことを決めた。具体的な進め方は 6 月の

5 会合で公表しており、これに沿って実施する。
金融危機対策として打ち出した大規模な量的緩和政策からどう脱却していくかについて、FRB は試行錯誤を重ねつつ、慎重に検討を進めてきた。

10 教訓になったのは、2013 年 5 月に当時のバーナンキ議長が資産の新規購入額を縮小する可能性を示唆したのを機に世界的に金融市場が混乱したことだ。これを踏まえて、市場に対する丁寧な説明を重視する姿勢を一段と強めた。

2014 年秋には「金融政策の正常化に関する原則と計画」を公表。利上げをまず始めてから、主に再投資額を減らす形で緩やかに資産残高を縮小させる方針を明らかにした。今回の決定はこの 3 年前の計画に基づいたものだ。

15 「出口戦略の議論はすぐに正常化を始めることを示唆するものではない」としつつ、早い段階から政策当局の考え方を示し、将来の方向性を理解させていくという用意周到な作戦をとった。

日本の経済や物価の状況は、米国のように量的緩和の「出口」に進める段階まで至っていない。だが、日銀が大規模な緩和政策から将来どんな形で脱却しようとしているのかという関心は根強い。市場の混乱を防ぎながら、中期的な政策の方向への信頼を高めていった FRB の戦略は、日本にとっても教訓になりうるのではないかと考えられる。

3-6 日本が今後行うべき出口政策の提案

25 ○長期金利目標の短期化

目標の短期化によって、長期金利のコントロール力が高まり、国債買い入れ増加のペースを着実に縮小させ、買い入れの限界を回避することが可能になるとされる。

30 しかし、たとえ短期化しても水準を 0%で変えない限り、日銀は政策変更ではなく技術的調整として説明する可能性が高い。

今回は 2%の物価目標との整合性が問われないという利点がある一方で、事実上は正常的な政策であると言えるだろう。

この措置で 5 年以上の金利を上昇させ、イールドカーブを右肩上がりにさせることで、金融機関の収益を改善させることもできる。

- 5 日銀は、長期・超長期金利の低下が経済に良い影響を与えないことを認めている。

生保・年金の資産運用を悪化させ、銀行の利ザヤを縮小させ金融仲介機能を低下させてしまうことが理由に挙げられる。

- 10 10 年金利を政策目標としている限り、長期・超長期金利の上昇余地は限られ、金融機関の収益改善は実現できないだろう。

日本銀行は、2017 年 10 月、半期に 1 度の金融システムレポートで、銀行の低い収益性に焦点を当てビジネスモデルに根ざした問題点について指摘した。

このレポートは、日銀は銀行の収益力に配慮して金融政策の正常化をさらに進める考えを持たないというわけではない。

- 15 日銀としては、すでに大手銀行で始まっている構造改革が、地方銀行も含め広範囲で持続的に進められていけば、金融政策も銀行の収益性に配慮して運営するという真の意図があるのではないだろうか。

実際、金融機関の収益は金利が回復すれば改善するが、日銀は銀行自らが身を切る構造改革とのセットでなされるべきと考えているのだろう。

- 20 銀行の低い収益性に焦点を当て、そのビジネスモデルに根ざした問題点について指摘している日銀は、通常と比較してもかなり踏み込んだ内容と言える。

今後政策の正常化は、安易な銀行救済につながりかねないという見方もきつと出てくるだろう。

- 25 また日銀だけでなく、世論からも銀行の構造改革に対する圧力が高まる可能性も十分にある。

長期的な金融緩和に関してはやはりリスクがあると考えている意見が多く、多少の円高リスクを受けても経済状況を踏まえ緩やかな金融正常化を目指していく必要があるのは間違いないといえる。

おわりに

ここまで第一章と第二章で日本での伝統的金融政策と非伝統的金融政策の成果、問題点を明記してそれを踏まえ第三章では私たちが考える今後の日本銀行が行うべき出口政策を紹介した。

- 5 ここまで見たように、伝統的金融政策で金利を下げてでもが行き詰まり非伝統的金融政策に手を出してしまうのは致し方がないことではある。しかし、量的緩和政策が長期的に実施できないことも事実である。近年 EU の ECB、米国の FRB 共に出口政策を模索している。この流れから我等が日本銀行も、と焦らすつもりはないが日本銀行の量的緩和政策も限界を迎えているのではないかと見受け取れる。また、このような記事がある。
- 10

- 日本銀行が進めてきた「異次元」の大規模な金融緩和策について「ずっとやっていいとは全く思っていない。任期のうちにやり遂げたい」と述べ、次期総裁任期の3年以内に金融緩和を縮小する「出口戦略」へ道筋をつける考えを示した。安倍首相が出口戦略に言及するのは初めて。時期や手法は日銀の黒田東彦（はるひこ）総裁に「任せている」とした。
- 15

2018/09/14 日本記者クラブ主催の自民党総裁選の討論会にて
産経新聞の記事より引用

20

日本の現首相である安倍総理も出口政策について次のように言及している。詳細は黒田総裁に任せるとあるが、数年後には日銀も出口政策に移行するのではないか。

25

30

参考文献

- ・小林照義(2015)『金融政策』中央経済社
- 5 ・湯本雅士(2013)『金融政策入門』岩波新書
- ・日本銀行「時系列データ検索サイト」〈<https://www.stat-search.boj.or.jp/>〉 2018/10/28
- 10 ・YOSHITAKA「日本銀行の金融政策をわかりやすく解説～非伝統的金融政策・イールドカーブコントロールとは?～」 〈<https://overseas-realestate.jp/japanese-monetary-policy/>〉 2018/10/20
- ・岸本康「量的緩和から非伝統的金融政策へ」
- 15 〈<https://blogs.yahoo.co.jp/iwamotoseminar/33205318.html>〉 2018/10/20
- ・大場 由幸「政府・日銀の「異次元」金融緩和、成果はわずかでリスクは膨張? 激震が起きる前に出口戦略に向かう時期か」
- 20 〈<https://limo.media/articles/-/3328>〉 2018/11/01
- ・大森広司「住宅ローン金利の動向と今後の見通し。欧米で長期金利が上昇向かうが、日本の金利は？」
- 〈https://www.homes.co.jp/cont/press/buy/buy_00682/〉 2018/11/01
- 25 ・日本経済新聞「欧州中銀は混乱なき緩和縮小を探れ」
- 〈<https://www.nikkei.com/article/DGXXZ022839980Y7A021C1EA1000/>〉 1/01
- ・小宮 一慶「日銀の「戻れぬ賭け」、そろそろ精算を」
- 30 〈<https://business.nikkeibp.co.jp/atcl/opinion/16/011000037/082300019/>〉

P=2> 2018/11/01

・ 鷲尾香一「日銀「出口戦略」に立ちはだかる「18兆円爆弾」の処理方法」
<<https://www.huffingtonpost.jp/foresight/kuroda->

5 20180423_a_23415111/> 2018/11/01

・ 「日銀の金融緩和における出口戦略、今後の政策はどうか？」
<<https://kabu-kenshou.com/000382/>> 2018/11/01

10 ・ 日本経済新聞「教訓になりうる米金融緩和の出口戦略」
<<https://www.nikkei.com/article/DGXKZ021398220R20C17A9EA1001/>>
2018/11/01

・ 産経新聞「金融緩和「出口」道筋 3年以内に 首相、出口戦略に初言
15 及」 <[https://www.sankei.com/politics/news/180914/pl1809140060-](https://www.sankei.com/politics/news/180914/pl1809140060-n1.html)
n1.html> 2018/11/02