

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」

東北学院大学 伊鹿倉ゼミ C グループ

目次

	はじめに	4
	第1章 金融政策と証券市場	4
	第1節 証券市場の役割	5
5	第2節 金融政策の役割	6
	第3節 金融政策と証券市場の関わり方	7
	第2章 これまでの金融政策	8
	第1節 伝統的金融政策	8
	第2節 非伝統的金融政策	11
10	第1項 1999年～2000年8月	13
	第2項 2001年3月～2006年3月	13
	第3項 2010年10月～2013年4月	15
	第4項 2013年4月～2016年1月	16
	第5項 2016年1月～2016年9月	18
15	第6項 2016年9月～	19
	第3節 現状の政策の効果	20
	第1項 量的緩和政策の効果	21
	第2項 質的緩和政策の効果	23
	第3項 総合的な効果	24
20	第3章 現在の金融緩和政策の課題	26
	第1節 資産の買入れによる市場への影響	26
	第2節 財政ファイナンスの懸念	30
	第3節 金融機関への影響	31
	第4章 金融政策のあるべき姿	33
25	第1節 金融緩和政策の維持	34
	第2節 出口政策への提案	36
	第1項 諸外国の出口政策	37
	第2項 今後の日本における出口政策	38
	第3項 出口政策における課題	40
30	第3節 金融緩和政策の改良に向けた提案	41

第1項	YCC（イールドカーブ・コントロール）の弾力化	42
第2項	日本銀行が保有するリスク資産の削減	44
第3項	金融政策におけるデジタル通貨の導入	45
	おわりに	49
5	参考文献、URL	51

10

15

20

25

はじめに

2013 年、安倍政権の経済政策であるアベノミクスのもと、2%の「物価安定目標」が掲げられた。しかし、2%の物価目標は「量的・質的緩和」、「マイナス金利」、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」といった大規模な金融緩和政策が拡大され続けながらも、
5 いまだに達成の見通しは立っていない。こうした非伝統的な金融政策は、すでに導入から相応の期間が経過しており、一種のスタンダードともいえる状況となっている。しかし主要な先進国の中央銀行は、すでに金融緩和の出口へと舵を切っている。米連邦準備制度理事会（FRB）は政策金利を 2.25%まで引き上げており、欧州中央銀行（ECB）は量的緩和政策を終了させる段階にある。

- 10 これまでの日本銀行による大規模な金融緩和政策は、いくつかの効果があつたとともに、様々な副作用を引き起こしつつあると、昨今多くの議論が行われている。日本銀行は 7 月の会合で、長期金利変動幅拡大など副作用への目配りを行いつつ、現行政策の持続性を強化する措置を決定した。しかし 9 月の会合では、正常化へ向けた金融政策のさらなる柔軟化の検討を求める意見が出るなど、日本銀行内で正常化方向の見直しの可能性も出ている。
- 15 今後日本銀行が、金融政策の役割を果たしていくためには海外のマクロ経済・金融政策の動向を見据えた柔軟な政策対応、さらには市場や家計とのコミュニケーションも必要になると考えられる。

- 本稿では、まず第 1 章で金融政策と証券市場のそれぞれの役割について考察し、それぞれの役割がどのような繋がりをもつのかを定義する。第 2 章以降では、近年の金融政策の変遷について整理し、その政策効果と課題について述べる。そして第 4 章では、2%物価目標の是非、副作用の解決策、出口政策における課題と対応する政策について、金融政策のあるべき姿と題して今後の金融政策の提言を行う。
- 20

第 1 章 金融政策と証券市場

- 25 本章では、証券市場と金融政策の一般的な役割を定義し、互いがどのように関わっているのかを考察する。第 1 節では証券市場について、簡単な概要と重要な役割について考察する。第 2 節でも同じように金融政策について、概要と役割を考察する。2 つの役割がどのように影響し合っているかについては第 3 節で考察する。

第1節 証券市場の役割

企業は事業を展開させるにあたって資金が必要である。資金調達には金融市場で行われる方法として間接金融と直接金融に分けられる。

5 間接金融は取引の間に第三者が存在する取引のことで、企業が銀行融資で資金を調達する取引などを指す。銀行が貸し付けた企業が仮に倒産しても、銀行が破綻しない限り預金者の資金の安全性は確保される。間接金融では金融機関が預金者に代わってリスク負担するため、預金者は自分自身でリスクを負担しなくて済むことが特徴となる。

10 直接金融は資金の需要者と供給者が互いの条件などを見ながらダイレクトに貸借や投資を行うモデルのことである。直接金融は「債権」や「株券」といった「証券」が取引に用いられ、その多くは流通市場で自由に売買することができる。直接金融の特徴は、投資家が行う投資の責任はすべて投資家が負うということである。

証券市場は直接金融に分けられており、さらに証券市場は発行市場と流通市場に分けられる。

15 発行市場は企業等が資金調達するために新規に発行する株式を、直接もしくは証券会社等の仲介者を介して投資家に一時取得される市場のことである。企業は新株を発行することによって設備投資資金など長期の事業資金を調達する。

流通市場は発行された株式が、投資家同士の間でその時々々の時価で売買される市場のことを指し、流通市場はいったん発行された有価証券が対象となり、抽象的な市場にとどまらず証券取引所など具体的な市場が存在する。

20 証券取引所は、投資家や証券会社自身の株式等の売買注文を、自ら開設する市場に集中させることにより、大量の需給を統合させ、株式等の市場流通性を高めるとともに公正な価格形成を図るという役割を担っている。上場企業の供給と投資家の需要により市場価格は適正さを保つことができる。この「価格発見機能」が証券市場の役割を考えるうえで重要なポイントとなる。

25 実体経済が成長するためには資金が効率的に循環することが必要である。必要な資金が企業や家計などに効率的に配分されるためには、市場においてリスクに見合った価格や金利の設定が行われることが最も重要な前提となる。証券市場では、新たな金融取引の手法の開発や、市場の流動性を向上させる働きにより、さまざまなリスク資産についてより合理的な価格発見が行われている。より合理的な「価格発見機能」は、資金調達者と提供者との適正な取引を促進し、企業の積極的な投資活動を呼び起こすことにつながる。

30

第2節 金融政策の役割

次に日本銀行が行う金融政策にはどのような役割があるのかを考察する。

金融政策とは、中央銀行が行う通貨や金融の調整のことを指す。この金融政策には政策目的が定められる。日本銀行が行う金融政策は、日本銀行法で定められている「通貨及び
5 金融の調節」であり、「物価の安定」、さらには「国民経済の健全なる発展」が政策の目的とされている（日本銀行法第2条）。

金融政策の最大の目的である「物価の安定」は、物価の変動により生じる貨幣機能の損失や、所得の移転といった問題を防ぐため、非常に重要であると考えられる。ただし、物価の安定だけが金融政策の目的ではなく、景気を刺激したり、逆に抑制したりする景気の
10 安定もひとつの重要な目的とされている。ほかにも、完全雇用の達成、経済成長の促進、国際収支の均衡、為替レートの安定なども関連して挙げられる。それらはひとりで「マクロ経済の安定」であると表現できる。不況時には景気拡大、好況時には景気抑制を行う金融政策は、マクロの経済状況に応じて受動的に対応しているといえる。この「マクロ経済の安定」は、「物価の安定」と同等、あるいは2次的に重要な目的とされており、これら
15 を達成することが金融政策の役割なのである。

しかしマクロ経済を形成するのは、企業や家計といった経済主体の自由な経済行動であり、それを完全にコントロールすることは不可能である。日本銀行の金融政策は、これらの経済主体に対して、金融市場というミクロの市場に介入する、いわゆる金融調節で、間
20 接的にマクロ経済のコントロールを行っているのである。ミクロ経済とマクロ経済はお互いに影響を与え合うような関係であるためそれが可能となる。

日本銀行の行う金融政策は金融市場の中でも短期金融市場が主であり、短期金融市場においてコントロールすることができる指標に関して目標が定められている。この目標が操作目標（誘導目標）であり、最終目標を念頭において設定される。具体的には、日本銀行が預かる当座預金の残高や短期金融市場の金利などに対して設定される。日本銀行が直接
25 コントロールする範囲は、操作目標が定められている範囲であり、操作目標の達成が最終目標に繋がるとされている。つまり金融政策の運営とは、最終目標の達成を念頭に置きつつ、目前の操作目標の達成を目指した政策手段を行うことで、金融市場の資金量の調節を行うことである。

上記の金融調節が金融政策の出発点としての一般的な役割であるが、金融機関同士で膨大な量の決済が滞りなく行われるような環境を整備することも、日本銀行の大切な役目である。

5 物価の上昇が期待される場合に行われる政策は金融緩和政策と呼ばれ、金融取引や経済活動を活性化させるために行う。逆に、金融取引や経済活動を抑制し、物価の下落を期待する方向に向けて行われるものが金融引き締め政策と呼ばれる。また、こうした日本銀行が用いる手段を政策手段という。

10 政策手段の具体的な方法として、伝統的な手段ではオペレーション（公開市場操作）と、貸出がある。非伝統的な手段として非伝統的金融資産（リスク資産）の購入、貸出支援基金がある。これらの詳しい説明は第2章で行う。

第3節 金融政策と証券市場の関わり方

先にも述べた通り、金融政策の目的は、「物価の安定」であり、主な操作目標は金融市場における短期金融市場の指標に対して設定される。では、こうした短期金融市場の操作が証券市場とどのように関わるのか考察する。

15 まず、短期金融市場での政策金利の変化は、金利裁定取引が働くことで金融市場全体へ波及する。金利裁定取引とは、金利の低い市場で資金を借りて、金利の高い市場で運用する手法であり、それにより市場間での金利差は解消される。この金利裁定取引が、短期金利と長期金利との間で働くことで、短期金融市場の操作が金融市場全体へ波及するのである。裁定を通じてさまざまな金融市場が連動しているために、金融引き締めは金融市場全体
20 の金利水準の上昇をもたらす、逆に金融緩和は全体的な金利水準の低下をもたらす。

こうした金利の変化は株式や国債、土地といった金融・実物資産の価格を変化させると考えられる。割引現在価値の考え方に基つけば、金利水準が全体として上昇（下落）すると、割引率の上昇（下落）を通じてさまざまな資産の価格は下（上）がる。

25 資産価格の変動は、さまざまな投資家などの経済主体の活動に影響を与える。リスクテイキング・チャンネルの考え方によると、例えば金利が低下することで、金融機関のポートフォリオが変化する。政策金利の低下は、金融機関が多く保有する国債などの比較的安全な資産の利回りの低下を促す。金融機関は運用益の低下を補うために、高いリターンが期待できる高リスク資産での運用に向かいやすくなると考えられるのである。

また、資産価格のうち、特に担保価格が変動した場合には、資金の借り手である企業や家計が外部資金を調達するためのプレミアムに影響を与えることなどにより、信用取引などの投資支出が変化し得る。

資産価格のほかに、金融調節による金利の変動は、国内外の金利差による金利裁定取引により、為替レートにも影響を与える。

こうした金利操作による波及メカニズムを通じた証券市場への影響が考えられるほかに、日本銀行が行う金融政策は、市場中に出回る資金量の調節を短期債や長期債の売買を通じたオペレーションによって実施される。このオペレーションが証券市場を通して行われると、相場は短期的な影響を受ける場合がある。例えば、買いオペレーションの実施は、市場から証券の流通量を減らすため、その分だけ需給関係が好転し、相場がプラスとなる。一方、売りオペレーションの場合は、その逆の影響を証券市場に与える。

第2章 これまでの金融政策

近年の金融政策では、これまで用いられてきた金利操作、いわゆる「伝統的」政策だけではなく、ゼロ金利政策や量的・質的緩和、加えてマイナス金利政策などの「非伝統的」政策も行われている。この「非伝統的」政策が現在の証券市場にどのような影響をもたらしているのかを考察するために、第2章では、はじめに「伝統的」政策に焦点を当て金利操作の考え方を見た後、「非伝統的」政策を時系列ごとに焦点を当て、政策内容や効果を検証していく。

第1節 伝統的金融政策

金融政策は、金融市場調節による政策金利のコントロールが一般的である。伝統的金融政策では中央銀行による金利操作が政策手段である。日本ではコールレートを操作目標として、それをコントロールしている。コールレートとは、金融機関同士が日々資金の不足や余剰を融通しあう短期の金融市場（コール市場）において成立する金利のことで、家計や企業にとっては直接関係があるわけではない。日本銀行は、国債買入れや貸出しなどを

通じて金融機関に資金を供給する、あるいは逆に資金を吸収して、コールレートを政策方針で定められた誘導水準にコントロールする。

オーバーナイト金利の動きは、長期金利にも影響するため重要視されている。債券を例に、短期金利と長期金利の関係を考える。1年物債券を満期まで保有し1年後に金利を得る場合と、1ヶ月物債券を毎月購入し、12回に分けて毎月末に金利を得る場合を考える。2つの運用方法は異なるが、予想される金利収入は等しくなるといった関係がある。1年物の金利収入のほうが多い場合、1ヶ月物で運用する人が減少、よって価格が下落し、金利は上昇する。このように、金利差を利用した裁定取引が行われるようになる。満期が異なる金利の関係性の考え方を期間構造の期待理論と呼び、現時点の短期金利は同じでも、今後の短期金利の予想に応じて長期金利の水準が変わるというメカニズムがある。さらに現実には、これら2つの債権は無差別ではない。1つ目の理由として、保有期間が長くなれば、債券価格が変動するリスクが大きくなるからである。2つ目の理由は、保有期間が長くなるにつれて、現金を手放している期間が長くなるからである。債権の不便さに対する見返りして流動性プレミアムが上乘せされる。保有期間が長くなるにつれて大きくなる価格変動リスクや、流動性プレミアムなどの要素をあわせて、タームプレミアムと呼ぶ。

横軸に満期までの単位、縦軸に金利水準をとるとイールドカーブ（利回り曲線）と呼ばれる曲線が得られる。満期までの期間が長くなるほど金利が高くなることを表す右上がりの順イールド、短期金利が低下していくと予想される状況で発生する右下がりの逆イールド、短期金利が将来にわたって変化しないと予想することを示唆する水平のイールドカーブの3つの傾きをとる可能性がある。実際に観察されているイールドカーブは、ほとんどが順イールドである。その理由の1つがタームプレミアムがある。

短期金利と長期金利の関係を見た上で、実際の金利操作を見る。中央銀行は長期金利そのものを操作することは困難である。なぜなら長期債券は市場規模が格段に大きいため、金利を正確に誘導することが非常に難しいからである。そのため、短期金利を操作することで、私たちに直接関係する長期金利を操作している。長期金利を動かすためには、短期金利だけではなく将来の短期金利の期待値にも影響を与えなければならない。そのため、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方法がある。中央銀行が短期金利を上げた場合、市場が今後しばらくはその金利水準の維持を期待すれば、長期金利を構成する項の多くが上昇するため、長期金利の上昇幅も大きくなる。長期金利をコントロールするためには短期金利を短い期間で上下させ

ことは望ましくないとされるが、期待を動かすもう1つの方法として、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志を市場に伝えるという、金利スミージングの意図がある。

中央銀行が金利を操作するにあたって、金利水準そのものの適正さを判断するためにテイラールールを利用している。政策金利を決める要因の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との差である。実際のインフレ率が目標値よりも高ければ金利を引き上げ、低すぎれば金利を低下させる。2つ目は、実際のGDPと、潜在的に達成可能なGDPの差を表す、GDPギャップである。このGDPギャップの値が小さいほど、景気がよくないことを表す。テイラールールの式は、政策金利=定数+ α ×(インフレ率-目標インフレ率)+ β ×GDPギャップで表すことができる。ジョン・テイラーはこの式における α は約1.5、 β は約0.5であることを示した。すると、インフレ率だけが1%上昇した場合、 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上昇する。実質金利はフィッシャー式で、実質金利=名目金利-インフレ率と表すことができる。インフレは債務負担を軽減させるため、名目金利からインフレ率を引いた実質金利がマクロ経済を知る上で重要となる。この考えに基づくと、 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上昇し、インフレ率が低下すれば実質金利も低下する。インフレ率にしたがって実質金利が望ましい方向に動いてくれるため、テイラールールは自動安定化装置として政策金利水準の基準としてもっとも広く知られている。

以上の理論を踏まえ実際に行われてきた伝統的な政策手段が、オペレーションと貸出である。オペレーション(公開市場操作)は、売りオペレーション・買いオペレーションがあり、日本銀行が民間の金融機関等との間で、入札など競争的な条件で公債や手形などの有価証券の売買を行い、資金を民間に供給・吸収することである。中でも古くから用いている手段は、短期の貸し借りをを行う短期オペである。共通担保オペ、国債現先オペ、国庫短期証券売買、CP買現先オペ、手形売オペなどさまざまな手段を機動的に組み合わせる。他にも、より長期の貸し借りのオペレーションを行う長期オペもある。利付国債を入札により買入する国債買入がそれにあたる。経済成長に伴い継続的に資金供給を行う場合、短期のオペレーションを繰り返す手間を省けるメリットがあるが、中央銀行による国債の直接買入は政府が安易に借金を増やす原因ともなりかねない、これは財政ファイナンスと呼

ばれ、禁止されている。よって買入は流通市場で行い、銀行券ルールと呼ばれるルールを設定していた。しかし非伝統的金融政策のもとでルールが緩和され、懸念が広がっている。

もう1つの貸出は、日本銀行貸出と言い、特定の民間金融機関と個別・相対で、オペレーションとは異なる形で資金を貸し付ける方法である。あらかじめ定めた条件のもと、金融機関側からの申込に対して日本銀行が受動的に短期の貸出を行う、補完貸付制度がある。借入ができるのは返済能力があると認められた金融機関であり、あらかじめ差し入れた担保の範囲内でしか借入できないという条件がある。金融機関にとっては補完貸付も資金調達源の1つであるため、短期金融市場と補完貸付のうち金利の低い方で借入を行おうとする。よって、短期金融市場の金利は日本銀行が定める補完貸付制度の金利以下に誘導されることになる。このような効果をキャップ効果と呼ぶ。

過去の政策手段として、最も長い間行われてきたのが公定歩合操作である。公定歩合とは、日本銀行がオペレーション以外の形で資金を貸す際の準備金利である。現在では補完貸付制度の基準利付利率に相当する。かつて、日本銀行の貸出によって金融機関の資金繰りが行われていた。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、通貨供給量が増大する。公定歩合を引き上げた場合、通貨供給量は減少する。この公定歩合操作は、1990年代以降の金融の自由化によって、オペレーションの重要性が増し、金融政策の政策手段として用いられることはなくなった。

預金準備率の操作も政策手段の1つであった。預金準備率とは、準備預金制度において、民間金融機関が保有すべき日本銀行の当座預金の額を、各銀行が受け入れている預金の一定割合として表す比率である。この準備率を操作することで貨幣供給量を増減させる政策を行っていた。しかし現在の非伝統的金融政策による資金供給により、多くの金融機関が法定準備預金金額を超える超過準備を有するようになると、準備預金制度に金融操作の効果は得られなくなってしまった。よって、日本銀行は近年預金準備率を政策手段として用いておらず、準備率の水準は1991年10月以降変更されていない。

25

第2節 非伝統的金融政策

日本の金融政策が劇的に変化したのが1990年代後半であり、非伝統的金融政策と呼ばれている。このときの日本は、金融危機を経て経済活動が停滞し、物価の下落が続いていた。

こうした背景のもとで、これまでの金融調節が限界に達し、特別な政策手段・操作目標が取られることになったのである。

5 非伝統的金融政策は前節で述べた伝統的金融政策とどう異なるのか。「政策金利（短期金利）→長期金利→銀行信用、株価・為替レートなどの資産価格→企業・家計の支出行動→景気・物価」という経路を通じてその効果が証券市場、実体経済に波及していく効果波及メカニズムは伝統的政策と変わらないが、非伝統的金融政策の場合、長めの金利に働きかけているという特徴がある。

10 非伝統的金融政策とは「伝統的な政策手段である政策金利が事実上ゼロ%まで低下したもとで、さらに緩和効果を追求する政策」と一般的に定義されている。その方法として、金融政策が働きかける対象を他の金融変数、つまり、より長めの金利や資産プレミアムに広げるといふものである。これは金利がゼロ近傍に低下した後に、金利誘導を短期金利から代替する目的で行われる金融行動であるといわれている。したがって、日本における非伝統的金融政策とは、1999年のゼロ金利政策以降の諸政策が該当すると考えられる。

15 第2節では、非伝統的金融政策が導入されるにいたった経緯を含め、政策の内容を定義する。

図表 1：非伝統的金融政策の変遷

期間	名称	操作目標
(1) 1999年2月～ 2000年8月	ゼロ金利政策	無担保コール翌日物金利
(2) 2001年3月～ 2006年3月	量的金融緩和	日銀当座預金
(3) 2010年10月～ 2013年4月	包括的金融緩和	無担保コール翌日物金利
(4) 2013年4月～ 2016年1月	量的・質的金融緩和	マネタリーベース
(5) 2016年1月～ 2016年9月	マイナス金利付き量的・質的金融緩和	マネタリーベース
(6) 2016年9月～	長短金利操作付き量的・質的金融緩和	長短金利

第1項 1999年～2000年8月

非伝統的政策の始まりといえるのが、1999年2月に採用されたゼロ金利政策である。日本銀行は同年1月の金融政策決定会合において、「経済情勢は依然として悪化を続けているが、そのテンポは和らいできている」という景気認識を示した。しかし長期金利の上昇
5 や円高の進行を背景に、ゼロ金利政策が採用された。

ゼロ金利政策の操作目標は無担保コールレートをほぼゼロ%に誘導することである。ゼロ金利政策の結果、加重平均のオーバーナイト金利は一時0.02%にまで低下した。ここで
10 の政策の枠組みは、オーバーナイト金利のゼロ誘導のほかに、「デフレ懸念の払拭が展望
できるような情勢になるまでゼロ金利政策を継続する」というフォワードガイダンスを含
むものである。

このフォワードガイダンスは、やや長めの金利の低下を促すものであり、また将来の金利
15 上昇局面でのゼロ金利の継続を約束するというコミットメント政策の側面も含めた時間
軸政策であるといえる。

2000年8月になると「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」、すなわち、物価上
15 昇の兆しが見えたとして、ゼロ金利政策は解除され、無担保コールレートの操作目標が引
き上げられたが、米国のITバブルの崩壊による景気後退の兆候を受けてすぐに引き下げら
れた。さらに、日本銀行は緩和が不十分だとして、2001年3月に操作目標を量的指標であ
る日銀当座預金残高に変更した。これはゼロ金利のもとでも量的に資金供給を拡大させよ
うとする、量的金融緩和の導入となる。

20

第2項 2001年3月～2006年3月

量的緩和政策が導入された背景には、2000年末の米国ITバブル崩壊がある。海外経済
の減速の影響等から、国内経済は輸出・生産が落ち込むなど景気回復テンポが鈍化し、消
費者物価指数は一段と弱含む結果となった。当時の政府は「持続的な物価下落をデフレと
25 定義すると、現在、日本経済は緩やかなデフレにある」との認識を示している。こうした
状況の下で、日本銀行は「量的緩和政策」を導入したのである。

量的緩和政策では、操作対象を金利から日銀当座預金残高へと変更した。当初の目標で
は、正常時の日銀当座預金残高を5兆円程度と説明している。さらに、量の目標とともに
「消費者物価指数（除く生鮮食品いわゆる、コアCPI）の前年比上昇率が安定的にゼロ%

以上となるまで」という具体的な数値目標に基づく、フォワードガイダンスを伴った政策となっている。

日銀当座預金残高目標は 2004 年 1 月時点で 30 兆～35 兆円程度¹まで拡大したが、その後、景気の回復傾向が持続し、2005 年 11 月以降はコア CPI の前年比上昇率がプラスとな
5 った。これは前述の水準を達成したと判断され、操作目標を「日銀当座預金残高」から「オーバーナイト金利」へと変更して、「量的緩和政策」は解除された。金融システムの不安が強い時期に、金融市場の安定や緩和的な金融環境を維持し、経済活動の収縮回避に大きな効果をもたらしたと評価された。

そして、2006 年 7 月には、ゼロ金利政策が解除され、政策金利が 0.25%に引き上げられ
10 た。日本銀行による「金融政策決定会合議事要旨（2006 年 7 月 13, 14 日開催分）²」によると、「経済・物価情勢が着実に改善していることから、金融政策面からの刺激効果は次第に強まってきている。このような状況のもとで、これまでの政策金利水準を維持し続けると、結果として将来の経済・物価が大きく変動する可能性がある」としており、伝統的金融政策への回帰が実現したかと思われていた。

15 しかし 2008 年にリーマンショックが発生すると、これに対応するため、同年 10 月以降、日本銀行は政策金利の段階的な引き下げを行った。そのほかに、流動性供給を強化するなどの一連の政策対応がとられた。

金融システムの安定化に焦点を当てた積極的な流動性の供給が行われている間、物価の安定については、政府は 2009 年 11 月の月例経済報告において、デフレ宣言を行った。こ
20 うした物価動向を受けて、2009 年 12 月 1 日に日本銀行は、臨時金融政策決定会合において、政策金利を 0.1%に維持しつつ、政策金利と同水準で期間 3 か月の資金を供給する固定金利方式の共通担保資金供給オペの実施を決定した。

同政策の導入後、コア CPI の対前年比下落幅は縮小傾向を維持しながらも、緩やかな下落が続いた。そのため、日本銀行は 2010 年 6 月、成長基盤を強化するための資金供給（成
25 長基盤オペ）を導入した。この政策は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長を実現するために、成長基盤強化に向けた民間金融機関の自主的な取り組み

¹内閣府 「平成 17 年度 年次経済財政報告 第 4 節財政金融政策の評価」

²日本銀行 「政策委員会金融政策決定会合 議事要旨」

を促すものであった。そして同年10月、「日本経済が物価安定の下での持続的成長経路に復する時期は、後ずれする可能性がある」という認識のもと、「包括的な金融政策」が実施された。

5 第3項 2010年10月～2013年4月

包括的な金融政策では、①金利誘導目標の引き下げ（オーバーナイト金利を0%～0.1%程度で推移するように促す）とともに、②資産買入れ等の基金を創設した。②の政策では、基金を通じて長期国債を買入れるというもので「日本銀行が保有する長期国債の残高は、銀行券発行残高を上限とする」とした、いわゆる銀行券ルール³の適用外とされた。

10 基金の内訳は、共通担保資金供給オペに30兆円、資産買入れ分として5兆円が割り当てられた。買入れ対象資産別にみると、国債（1.5兆円）、国庫短期証券（2兆円）、CPと社債（各0.5兆円）、ETF（0.45兆円）およびJ-REIT（0.05兆円）とされている。その後、2011年3月に起きた東日本大震災への対応で40兆円に増額した。その後も増額が続き2012年12月には101兆円にまで増加した。

15 また、物価安定について日本銀行は、基金の設置に先立つ2009年12月、「中長期的な物価安定の理解」を提示³。物価安定の定義に関する政策委員の見解として、「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている」とされている。日本銀行は、この「物価安定の理解」に基づき、「物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく」ということを公約しており、これは明確な時間軸政策でもある。

その後、デフレからの脱却がままならない状況が続き、その中で第2次安倍政権による大胆な景気対策、いわゆるアベノミクスが推進される。2013年1月に公表された共同声明では、政府と日本銀行の政策連携を強化し、一体となってデフレからの早期脱却と物価安定の下での経済成長の実現に取り組むと述べた。

25 そして、2013年4月、日本銀行はデフレからの脱却を目指し「量的・質的金融緩和政策」を導入した。

³日本銀行 「中長期的な物価安定の理解」

第4項 2013年4月～2016年1月

「量的・質的金融緩和政策」は、「消費者物価の前年比上昇率 2%を物価安定の目標として、2年程度の期間を念頭に、できるだけ早期の実現を目指す」といった強力なコミットメントのもとで「現時点で必要と考えられる施策をすべて講じる」としており、「異次元の金融緩和」と呼ばれた。

この金融政策の目標としては、次の3つが掲げられた。

- (1) 2年間で2%のインフレ目標を達成
- (2) マネタリーベース、長期国債およびETFの保有額を2年間で2倍に
- (3) 長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長

10 具体的には、量的な金融緩和を推進するという観点から、金融市場調節の操作目標をオーバーナイト金利からマネタリーベースに変更し、マネタリーベースが年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行うとされたものである。また、イールドカーブ全体の金利低下を促すという観点から、長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースでの買入れを行うとともに、長期国債の買入れ対象を40年債を含む、いわゆる超長期債といった全ゾーンで行うとされた。そうしたうえで、買入れの平均残存期間を、従来の3年弱から7年程度に延長するとされた。さらに、資産価格のプレミアムに働きかけるという観点から、ETFおよびJ-REITの保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加させることも示された。こうした量・質ともに大幅な拡充が行われた。

20 この政策は、インフレ期待を変えることや、市場のマネーを増やすことでやがてインフレになるという狙いがあった。長引くデフレの中での企業の価格・賃金設定や家計の消費行動・選好に対する一種のショック療法だとも言われている。効果として、始めに株価や為替が反応した。株高と円安が企業収益を増やし、賃金も上昇させることができ、景気回復をサポートする効果があった。さらに企業の価格・賃金設定や消費にも変化が見え、インフレ期待も上昇したように思われた。

しかしその後のインフレは続かず、消費者物価上昇率は低下、GDP需給ギャップも横ばいとなり、予想物価上昇率も低下してしまった。

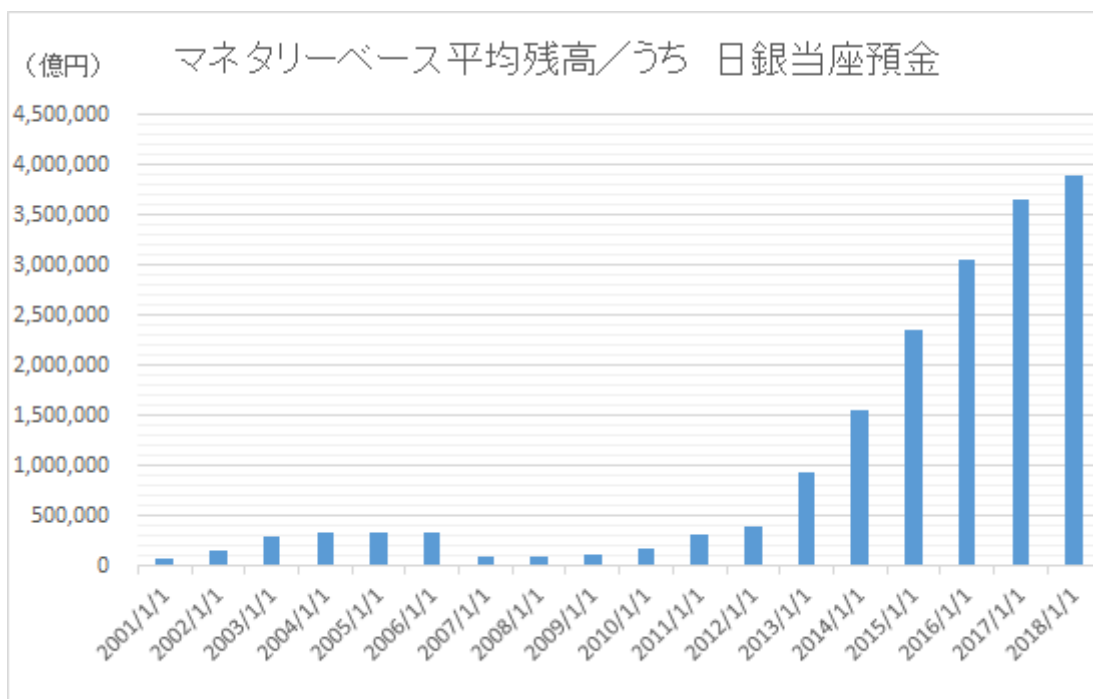
それをうけて日本銀行は、2016年1月に「マイナス金利付き量的・質的緩和」を導入した。

図表 2：マネタリーベース平均残高の推移



(日本銀行時系列統計データより作成)

5 図表 3：マネタリーベース平均残高のうち日銀当座預金

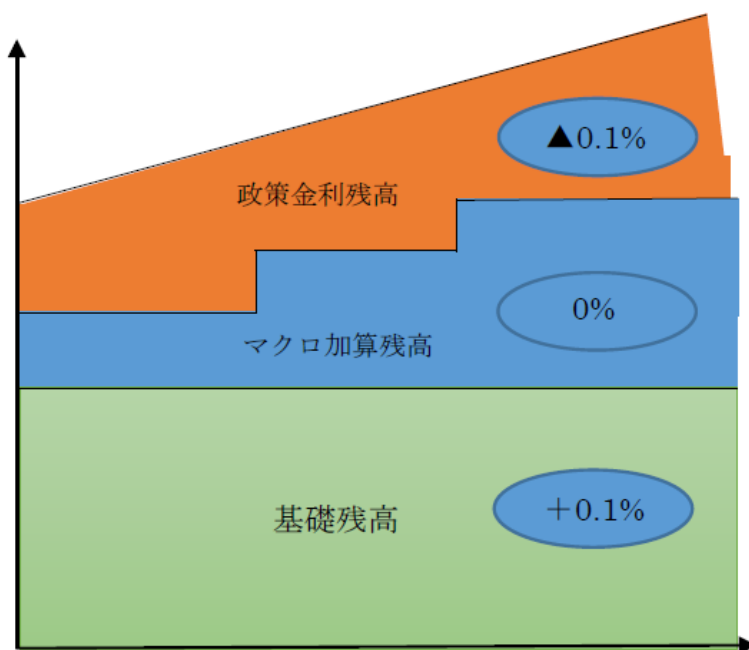


(日本銀行時系列統計データより作成)

第5項 2016年1月～2016年9月

「マイナス金利付き量的・質的緩和」は、マイナス金利を銀行が日本銀行に持つ当座預金のうちの一部に適用するという政策である。日銀当座預金を3段階の階層構造に分割し（図表5）、それぞれの階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用するという内容となっている。マイナス金利は、日銀当座預金の超過準備部分の金利に適用する。そうすることで日銀の当座預金に預けるよりも貸出や市場での投資に回すことを促すという意図がある。日本銀行の説明では、マイナス金利は大規模な長期国債買入れと合わせ、長期の金利も含めた全体的な金利水準を引き下げることを目指している。

10 図表4：マイナス金利政策「3つの階層」



出所) 日銀資料(2016年1月29日「本日の決定のポイント」)より作成

15 マイナス金利を取り入れた結果、預金金利は0.02%から0.001%と下がり、住宅ローン金利や企業の借入金利はさらに大きく下がった。この政策の量的・質的緩和は金利を押し下げ、物価上昇率は上昇、実質金利は低下となり、経済物価の好転をもたらし、デフレでは

なくなった。しかし、2%の物価目標は達成することができなかった。その原因として原油価格の下落や、消費税引き上げ後の景気の弱さ、新興国経済の減速などが挙げられる。このため、上がってきていたインフレ期待もしぼんだ。マイナス金利の導入によって、長期・超長期の金利を中心に更に金利が低下した。しかし、下がりすぎた長期金利は金融機能の持続性に対する不安感をもたらし、経済活動に悪影響しかねないということで、2016年9月、政策手段の転換として「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を行うこととなった。

10 第6項 2016年9月～

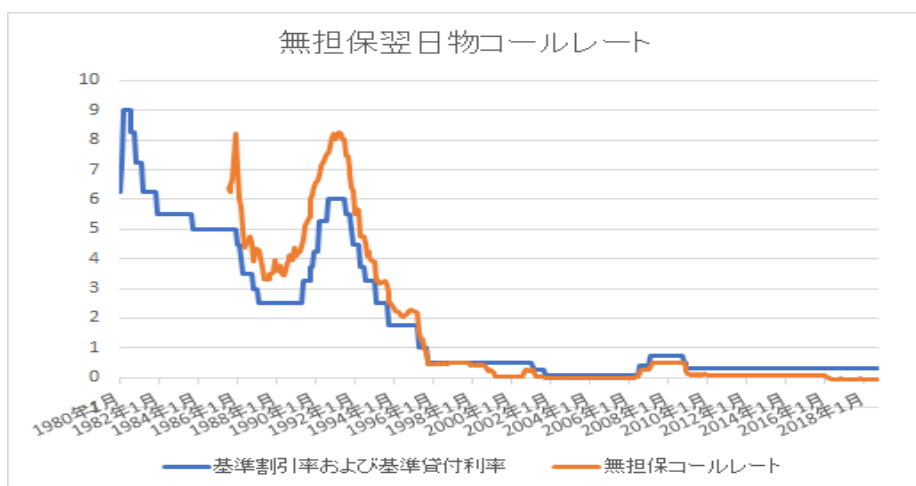
「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」は、従来の「量的・質的金融緩和」、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を強化した新しい政策枠組みである。ターゲットを「量」から「金利と量」へと変更した。経済や物価情勢だけでなく、金融情勢への配慮を目指した政策である。また、短期金利だけでなく、長期金利も政策金利に含めるという変更もある。

新しい政策枠組みは、主に2つの観点から成り立っている。第1に、金融市場調節によって長短金利の操作を行う「イールドカーブ・コントロール」である。具体的な手段は、金融機関を相手に実施する資金の貸し付けや国債の売買などを通じた公開市場操作（オペレーション）などの手段を用いて、長期金利の水準が目標に近づくようにするものである。第2に、消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%の「物価安定の目標」を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する「オーバーシュート型コミットメント」だ。これは、金融緩和が長期間に渡って継続するという安心感を人々に与え、その効果の浸透を狙う「時間軸政策」の一種である。これは、政策の目標達成に向けた一つのあり方として、地政学的リスクなどの不確実性を考慮し、目標であるインフレ率2%の達成時期を柔軟化させた方法が取られている。特に「オーバーシュート型コミットメント」は、先行きを見据えた期待形成を強化しており、期待形成の傾向や外部環境の変化を踏まえ、信認低下を防いでいる。具体的には、予想インフレ率を引き上げることで、長短金利の操作を行う「イールドカーブ・コントロール」により、適正なイールドカーブを実現し、経済に最も望ましい実質金利の引下げを実現することが、効果として想定されている。

現在、日本銀行は2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響や世界経済の下振れリスク等を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。

5 これまで日本銀行は2%の物価上昇を目標として2013年4月から大規模な金融政策を続けているが、なかなか達成できていないというのが現状である。直近の動向として、2018年7月31日に日本銀行が行った金融政策決定会合で、5年超続く大規模な金融政策のさらなる長期化に備え、副作用に配慮した政策の枠組みにすることを決め、政策修正を行うことを発表した。その内容は、現在の低金利を継続し、これまで0%程度に誘導してきた長期金利の変動幅を±1%程度まで容認するというものである。

10 図表 5：無担保翌日物コールレートの推移



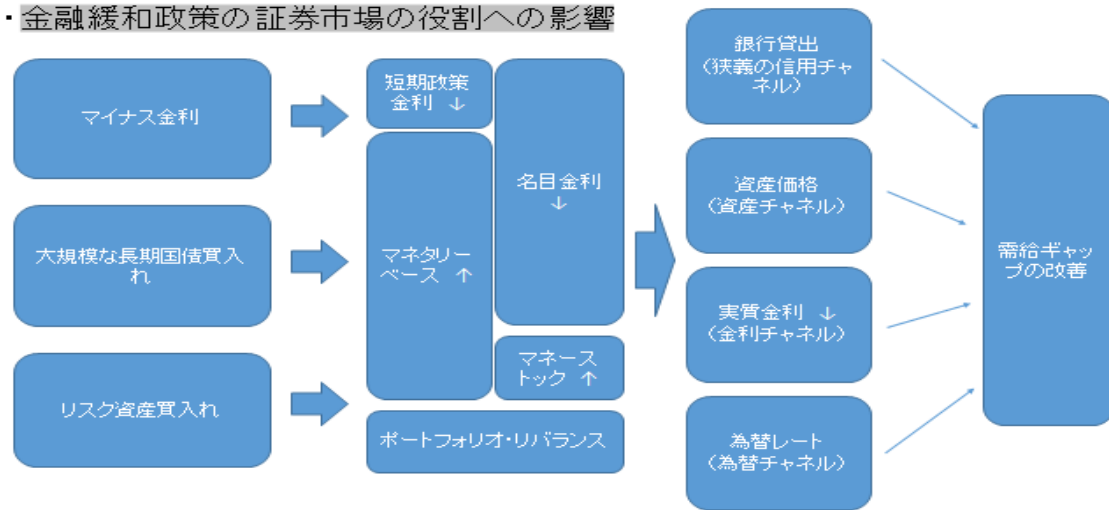
出所) 日本銀行「コール市場関連統計」

第3節 現状の政策の効果

15 第3節では、これまでの非伝統的な金融緩和政策が主に証券市場にどのような効果をもたらしているのか、量的緩和政策、質的緩和政策、それぞれの観点から考察する。主に日本銀行が想定する政策の波及効果は下図で表せる（図表6）。

図表 6：金融緩和政策の証券市場への波及効果

・金融緩和政策の証券市場の役割への影響



出所) 小林 照義 (2015) 「金融政策」より作成

第1項 量的緩和政策の効果

5 量的緩和政策から期待される効果は①ポートフォリオ・リバランス効果、②シグナル効果、③金融システムの安定化があげられる。

①ポートフォリオ・リバランス効果は、資産構成を調整するため、日銀当座預金に積まれた過剰準備を他のリスク資産で運用をするようになることである。もともと安全資産を保有していた金融機関が、量的緩和の導入後、少しでも利回りを稼ごうと過剰準備を他の

10 資産での運用に向けることで効果が現れる。証券経済研究による実証分析の結果、日銀によるポートフォリオ・リバランス政策の中心は国債の買入とETFの買入であり、それらは国債利回りを大きく低下させ、株価を大幅に上昇させた。その前段としての大幅な為替の円安も発生した。また、株式時価総額が一定な限り、国債プレミアムを低下させることが分かった。この効果は相当に強く、比してそれが株式のリスクプレミアムに与える効果は

15 予想に反してプラスの効果を持っていたが、アベノミクス以降は有意効果は持たなくなった。⁴しかし、マネタリーベースの拡大や日銀の資産構成の変化による効果の有無については結果が分かれている。

②シグナル効果は量的緩和が採用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である。実質的には金利の時間軸効果と同様の効果を生み

⁴ 証券経済研究「ポートフォリオリバランスとその効果」(2016.3)

出すことが可能である。実際の効果として、JP モルガン証券の鶴飼(2006)の実証分析によると、『総じて、日銀当座預金残高を増額する場合、シグナル効果をもたらされた局面はあったとの効果が得られている。シグナル効果の有無や程度は、民間がゼロ金利継続のコミットメントについて予めどの程度正確に理解しているのかによって変わると考えられる。

5 当初はゼロ金利継続のコミットメントが信頼されていないケースでも、記者会見等による説明や日銀当座預金残高の増加によっていったん信頼されるようになると、日銀当座預金の増加による追加的なシグナル効果はなくなる可能性がある。⁵』と述べられている。

③金融システムの安定化は過剰準備が大量に積まれている量的緩和の下では金融機関は当面の間資金調達心配を必要がなく、信用不安が波及する恐れもないため金融市場
10 全体が落ち着くという効果である。こちらも鶴飼氏の実証分析によると、『量的緩和政策が実施されていた期間では1997年から1998年にかけて起こった流動性危機を引き起こすことがなかったと判断できる。これは、日本銀行が過去の経験を生かし、不良債権が金融機関に与える影響を削減するために金融機関保有株式や資産担保証券買い入れといった措置を行ったことによる影響もあると言える。このことから、金融システム安定化に関する
15 効果は金融不安を払拭するように流動性を供給しただけではなく、追加的な措置によって働いていたと考えられる。…福田(2010)では、ゼロ金利政策と量的緩和政策期の無担保コールレート(オーバーナイト物)の日中の最高値と最小値の差(スプレッド)がどの程度縮小したかを分析している。このスプレッドは個別金融機関のリスクプレミアムに応じて変化すると考えられるので、この値が縮小したということは個別金融機関が抱える流動
20 性リスクや信用リスクを減少させることができたと言える。』と述べられている。また、2010年9月8日、日本銀行の白川方明元総裁は量的緩和政策について「金融システムの安定確保の面では大きな効果があった」と評価する発言があった。しかし一方で「経済活動を刺激し、物価を押し上げていく効果は乏しかった」との認識を示した。⁶

量的緩和政策は、ゼロ金利政策と異なり通貨量を政策変数としている。その最大の特長
25 は当座預金残高の目標値が、民間銀行が積むべき法定準備額の総額を大幅に上回るという

⁵ 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ「量的緩和政策の効果：実証研究のサーベイ」(2006.7)

⁶ 日本経済新聞 2010.9.8

点である。2001年3月19日の量的緩和導入後、民間銀行は他の金融機関から資金調達を行う必要性が低くなり、コールレートは大きく低下している。

第2項 質的緩和政策の効果

5 質的緩和政策から期待される効果は①リスクの移転、②資産価格の下支え、③リスクプレミアムへの影響、が挙げられる。リスクの大きい資産を日銀が受け入れることにより景気を刺激することが狙いである。

①リスクの移転は民間金融機関が保有するリスク資産を日本銀行が引き受けるため、金融機関のバランスシートが資産価格の変動から受ける影響は小さくなる。また、リスク資産を日銀に売却した金融機関は、リスクが減少した分、再び新たな資産を購入する余裕ができるようになる。これは日銀が直接購入する資産以外の需要の拡大にもつながる。また、日銀が買ってくれるという安心感が金融機関の資産購入意欲を高め、市場の活性化に繋がる効果も期待できる。

②資産価格の下支え効果は信用不安の発生などで資産が大量に売られる局面で「下支え」効果がもっとも威力を発揮する。日本総合研究所によると、日銀によるETF買入れが株価に与えたインパクトを推計したところ、2017年12月末時点の日経平均株価22,765円のうち、約1,900円が日銀の政策効果による押し上げ分と試算がでている。これは、ETF買入れ開始以降の株価上昇幅のうち、15.1%に相当する規模である。また、みずほ総合研究所(2016)によると「2014年10月、2016年7月の追加緩和を経て、買入頻度の増加は現時点では限定的である一方、1日当たりの買入の増加が顕著である。量的・質的金融緩和導入直後の1日あたりの平均買入れ金額かた直近の買入金額は4倍以上となり、700億円を超えている。」と述べられている。したがって、ETF買入れ政策は株価の一定の価格下支え効果を発揮しているといえる。

③リスクプレミアムへの影響は中央銀行が資産価格を下支えすることが分かれば必然的に価格変動リスクが低下することになる。一般的に価格変動リスクが低下した資産の平均利回りは低下する。なぜならリスクプレミアムが低下するからである。田邊(2014)による、超金融緩和が不動産価格に及ぼす影響に関する研究より、「金融危機以降、超金融緩和政策による景気回復や不動産市場への資金流入などへの期待感などから、不動産のリスクプレミアム実際に低下している。このことは間接的ではあるが、主に賃貸不動産に投資

している J-REIT の分配利回りのイールドスプレッド（10 年物国債と利回りの差）が、近時縮小傾向にあることからわかる」と述べられている。

第3項 総合的な効果

5 マイナス金利付き量的・質的金融緩和は、主に4点のプラスの効果をもたらした。

第1に、企業向け貸出金利と住宅ローン金利が低下した。これはマイナス金利、質的緩和における長期金利の低下によるものである。さらに、住宅ローンを中心とする借り換えも増加している。2016年4月に公表された「主要銀行貸し出し動向アンケート調査」では、過去3ヶ月間に個人向け住宅ローンの資金需要が減少超から増加超へと大きく改善したことを示している（図表7）。しかし、首都圏でマンションの価格が高騰し、一般家計が手を出しにくくなっていることで実際の銀行・信用金庫などの貸出伸び率には目覚ましい改善はまだ見られていない。資材、人件費、土地価格の上昇のほか、富裕層や外国人の需要もあって住宅価格が押し上げられていることが理由である。

15

図表7：主要銀行貸出動向アンケート

	資金需要判断D.I.(個人向け)	前回との差
2016年1月	-1%	
2016年4月	9%	10%
2016年7月	14%	5%
2016年10月	10%	-4%
2017年1月	8%	-2%
2017年4月	7%	-1%
2017年7月	2%	-5%
2017年10月	8%	6%
2018年1月	7%	-1%
2018年4月	3%	-4%
2018年7月	-2%	-5%
2018年10月	0%	-2%

（日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート調査」より作成）

20

第 2 に、金利が低下したことにより、社債発行の還元期間の長期化やマイナス金利での
コマーシャルペーパーの発行が実現している。2016 年 2 月には西日本旅客鉄道（JR 西日
本）が民間企業として最長の 40 年債を発行した。また、味の素も 20 年債を発行している。
三井住友ファイナンス&リースは同年 3 月下旬に国内の民間企業としては初めてマイナス
5 金利で資金を調達している。期間 5 ヶ月のコマーシャルペーパーを発行し、金利はマイナ
ス 0.001%で、半年間で 2 万 5000 円の利息が減ることになる。コマーシャルペーパーは表
面利率がないため、高い価格での発行によって投資家にキャピタルロスが生じ、実質利回
りがマイナスになった事例だが、発行企業にとってはきわめて有利な条件で資金調達がで
きている。

10 第 3 に、対外投資が活発になっている。地方銀行の中には、これまで対外証券投資に消
極的だった方針を見直し、運用益を確保するために外債の割合を高めて資産の多様化を図
り、有価証券運用の専門スタッフを増員するなど体制を拡充しているところもある。これ
はポートフォリオ・リバランス効果の表れとみてとれる。機関投資家の中には外債投資を
増やして投資の分散化を図るところもみられるが、為替ヘッジをつける場合にはドル調達
15 の為替・通貨スワップのコストが上昇しているため、そのコストも含めると米国国債の利
回りでは採算がとりにくくなっているようだ。

第 4 に、J-REIT に資金が流入し、時価総額が上昇している。相対的に 3 パーセント程度
という高い利回りが見込めるため、株価にあたる投資口価格が上昇し、東京証券取引所に
上場する J-REIT の時価総額が 7 月初め時点で 12 兆円近くまで増加した。とくに、マイナ
20 ス金利の導入直後から資金流入が加速し、国債からのポートフォリオ・リバランスが進ん
でいる。商業施設などを運用する J-REIT は 5%以上の利回りを得られるものもあり、3%以
上の高い利回りも見られている。金利の低下は借入れや社債発行を安くできるようになる
ため、新たな不動産物件を仕入れ、それにより得られた利益が増え、分配金が増加する傾
向がある。一方で、新規物件の価格が上昇し、一部に過熱感から期待利回りが低下する可
25 能性があることがやや懸念されている。

マイナスの利回りは、市場から買った国債を満期保有すると損失が発生することを意味
する。国債のリスクが高くなり、期待利回りが高い資産となれば安全資産としての機能が
損なわれるという懸念がある。ポートフォリオ・リバランス効果に関して、市場のリスク
量が高まってリスクがとりにくくなった金融機関などでは、ポートフォリオ・リバランス
30 をむしろ抑制し、QQE の意図と逆行する可能性が指摘されている。国民にとっても、運用

対象資産の選択肢が減ってポートフォリオ・リバランスを阻害するような状況もみられている。マネーマーケットファンドなどの投資信託では運用悪化のための新規募集を停止しており、投資家に対して繰上げ償還が相次いでいる状況である。生命保険では、運用難から一時払い終身保険の取り扱いの停止や、学資保険の販売の縮小が見られている。よって
5 保険料の値上げや契約者に対する約束利回りの引き下げも増加している。⁷

第3章 現在の金融緩和政策の課題

現在行われている「長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策」はいくつかの副作用が
10 存在する。副作用については数多くの議論や考察がすでにされているが、第3章では大規模な J-REIT・ETF などのリスク性資産の買入による証券市場での取引への影響、中央銀行による国債引き受けにより発生する財政ファイナンスへの懸念、超低金利市場の形成による金融機関の収益への影響。これらについて金融政策の課題として考察する。

15 第1節 資産の買入れによる市場への影響

まず、日本銀行が国債を大量購入することで市場に流通する国債が減り、国債市場の機能が低下している。最近では国債の取引が成立しない日が相次いでいる。金融危機時に市場が制御不能になって金利が急騰するといったリスクを懸念する声も高まっている。市場の流動性を測るいくつかの指標について、岩田（2014）をもとに考察する。まず、長期国債
20 先物のビット・アスク・スプレッドをみると、2012年以降低い水準で落ち着いていたスプレッドが、2014年3月以降拡大している。スプレッドの拡大は希望価格での売買が難しくなることから取引コストが上昇する。つまり日本銀行の長期国債買入れが市場の流動性に影響を及ぼしていると考えられる。もうひとつ売買高の変動についてみる。異次元緩和の導入以降、国債の流通市場での取引が細り始めており、日本証券業協会がまとめた公
25 社債投資家別売買動向によると、2013年度の短期国債を除く国債の売買高は前年度に比べて18.7%少ない150兆円と2004年度以降で最低水準となった。また、全国銀行ベースで

⁷ 白井さゆり（2016）「超金融緩和からの脱却」

は 23.6 兆円と、前年比 43.6%も減少している。流動性の低下は、価格（長期金利）のボラティリティが拡大するリスクが高いことを意味しており、日本銀行が将来の出口政策で量的緩和を縮小する時点での金利の乱高下につながりかねない。また、国債の売買高減少は銀行の収益を圧迫することにもつながる⁸。

5 そして日本銀行による ETF の買入れは、リーマンショック直後の危機的状況から立ち直り、需給ギャップの縮小などデフレ脱却に向けた動きとしてのメリットがあった。こういった株価の下支え等のメリットは考えられるが、証券市場への影響、各企業への影響が大きくなっていると考えられる。ニッセイ基礎研究所によると、今後予想されるペースで資産の買入れが進めば、日本銀行の ETF 保有残高は 2022 年 3 月にピークを迎え、約 42.5 兆円となり、 GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が保有する日本株 42.3 兆円（2017 年 12 月末）を超える規模であると試算されている。これは名実ともに日本銀行が世界一の日本株投資家になるということである。

15 これだけの規模での買入れが進んだ場合、証券市場への影響として、価格決定機能の低下が挙げられる。従来、株価は市場での取引による証券のファンダメンタルズにより「公正な価格」が形成される。ファンダメンタルズの他にも市場参加者が持つ情報等を反映した価格が形成されなければならない。しかし、金融政策による買入れでの株価の上昇は、市場参加者の取引を反映した「公正な価格」であるとはいえない。

20 また、日本銀行による大量の ETF の保有は、各企業の経営面においての課題が発生している。日本銀行が日本企業の株式においての保有割合が拡大し、日本銀行が筆頭株主になる日本企業が増えている。日本銀行が筆頭株主になるということは、いわゆる”物言わぬ株主”ということであり、コーポレート・ガバナンスに重大な影響を及ぼしうる。すでに日経平均株価を構成する 225 銘柄のうちの 3 分の 1 近くの企業で日本銀行が筆頭株主となっている。日本銀行や政府が株主として直接経営に口を出すことはできないが、従来、株主の要望を聞き入れながら経営の方針を決定する、企業のあり方に問題が出てもおかしくない。

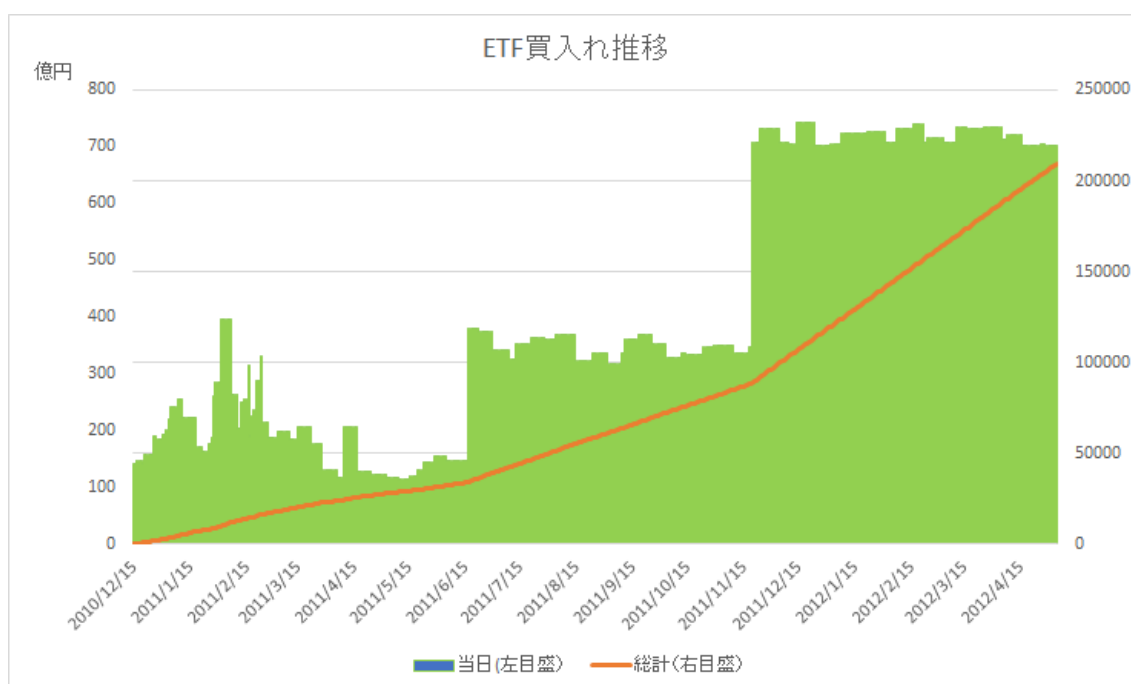
25 直近の動向として、7 月末の金融政策決定会合において、今後のリスク資産買入れ方針として ETF（上場投資信託）に関してはこれまでの日経平均連動型の比率を減らし、TOPIX 連動型の割合を増やすと発表した。これは資産買入れの副作用を軽減する目的のもとで、

⁸ 岩田一政（2014）「量的・質的金融緩和」

買入れのハードルを上げる基準厳格化に乗り出したとみられている。しかし、10月に入り世界的な株価の不安定な動きを続けるなかで、再び買入れ額が拡大している。背景には、日経平均株価が一時2万1000円を割り込むなど日本の株価が不安定になっている状況を受けて、購入基準を緩めたとの見方がある⁹。11月現在においても2日に一回ETFを購入しており、今後の株式市場の動向次第では、買入れが拡大し副作用の悪化や、出口政策が一段と難しくなることも考えられる。

5

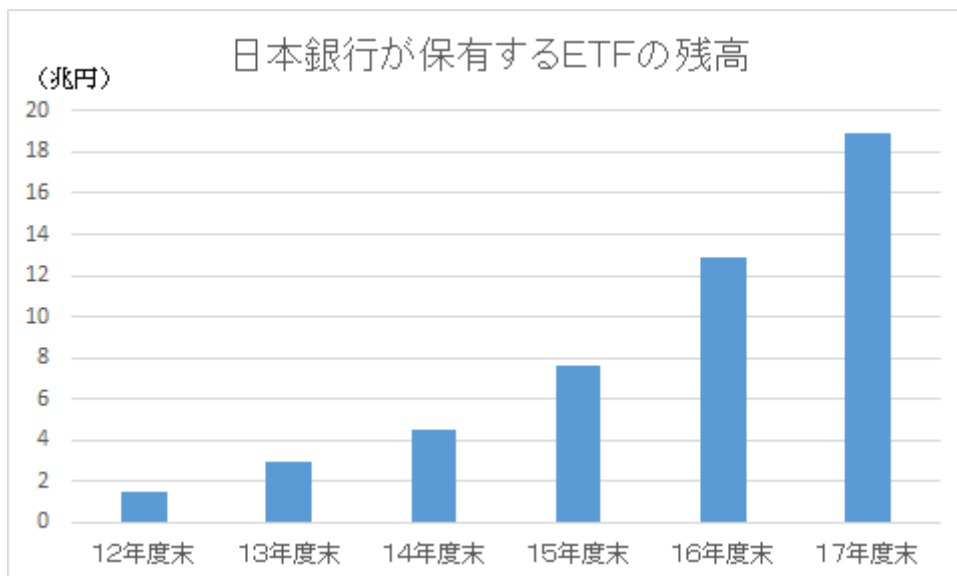
図表 8 : ETF の買入れ推移



10 (指数連動型上場投資信託受益権 (ETF) および不動産投資法人投資口 (J-REIT) の買入結果 https://www3.boj.or.jp/market/jp/menu_etf.htm より作成)

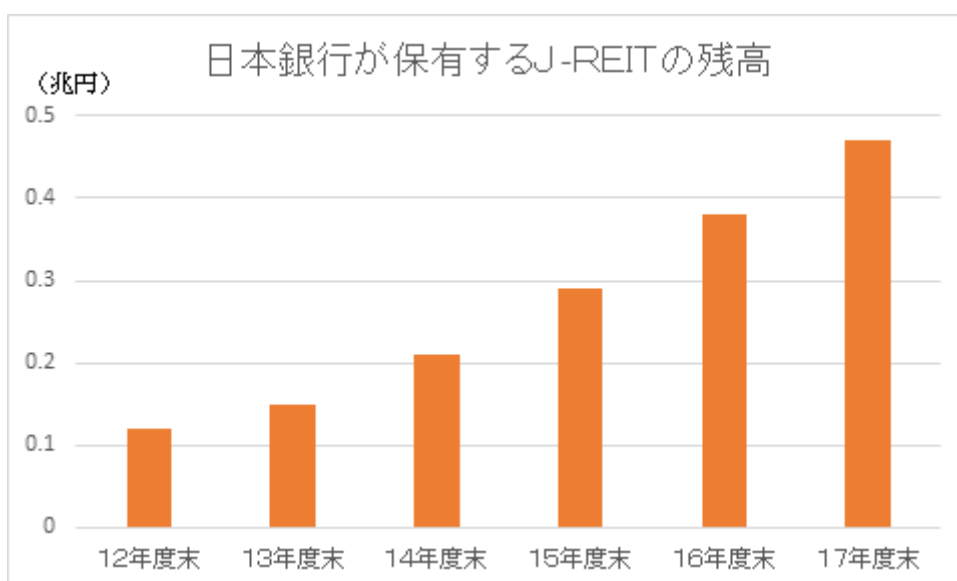
⁹ 日本経済新聞 「日銀、株価下支え再び増額 ETF 購入基準緩和か」 (2018. 10. 29)

図表 9：日本銀行が保有するETF 残高



(日本銀行バランスシートより作成)

5 図表 10：日本銀行が保有するJ-REIT 残高



(日本銀行バランスシートより作成)

第2節 財政ファイナンスの懸念

2つ目の課題として、財政ファイナンスの懸念が挙げられる。長期国債買入れの増大は、実質的には中央銀行が債券を購入して政府の資金調達に応じている財政ファイナンスなのではないという声が上がっている。

5 財政ファイナンスが懸念される背景として、財政出動で財政赤字を拡大し国債発行を膨張させすぎると、経済に不可を与えるという懸念に繋がるからである。近年ではギリシャの政府債務問題が発生した事例もある。日本経済研究センターの左三川（2014）は財政ファイナンスの懸念について「かつて日銀は、長期国債の保有額の上限を日銀券発行残高までとするルールを設けていましたが、QQE導入によってこの銀行券ルールは一時的に
10 停止している状況にあります。したがって日銀は銀行券の多寡に関係なく長期国債の保有額を増やすことができるようになっているのですが、だからこそ日銀の国債買入れが国債価格の維持や政府債務のマネタリゼーションを目的にしたものではないということを明確にして、金融政策の信認を確保し続けなければいけないのではないかと思います。¹⁰」と述べられている通り、懸念を拭わなければならない。

15 現在の日本の経常収支は黒字であり、国内の貯蓄で国債をすべて吸収している（ギリシャなどと違ってほぼすべての日本国債が国内の投資家によって保有されている）ことや、対外純資産は維持しつづけているため国家財政の破綻のリスクは抑制されている。しかし財政政策が金融政策を従属させるといった制度変化のリスクに対して注意は怠れない状況である。つまり、現在の非伝統的な国債買入れが長期的に続くもとで、政府当局の行動が
20 変化し、財政規律を緩めてしまう可能性もある。政府が財政規律を緩める、または、政府・国会が法改正などを行って財政政策が金融政策を従属させるということが万が一起きれば、経済構造は一変し、財政ファイナンスのリスクが顕在化すると考えられる。

加えて、経常収支が赤字に転落するという懸念もある。高齢化の結果、家計の貯蓄率が低下傾向を辿っており、2020年以降、医療・介護費用の膨らみによる政府赤字が拡大すれば、経常収支が赤字に転落する可能性は高まる。日本国債を国内貯蓄で吸収することができなければ、財政危機に陥ることにつながりかねない。

この国債買入れの懸念について、日本銀行の若田部昌澄副総裁は、2%の物価安定目標実現に向けた「金融政策上の目的で行っている」とし、「政府による財政資金の調達を助

¹⁰ 調査情報担当室 「量的・質的金融緩和の効果とこれからの課題」

けることを目的とする、いわゆる財政ファイナンスではない」と、2018年6月25日の参議院予算委員会で語っている。(2018年6月25日 ロイター)

5 国債買入れのリスクとして、今後日本銀行による満期までの保有が想定されているが、満期までの期間が長い国債等の保有は、取得原価がクーポンと額面価額の合計額より高い場合に損失が発生する。それにより日本銀行の自己資本比率の低下が生じ、財務状況を大幅に悪化させる可能性がある。日本銀行の自己資本が減少すれば、日本銀行による国庫納付金が減少あるいは滞りが起きる可能性もある。自己資本の減少に対して政府が公的資金を注入、あるいは国の財政収支の悪化は、国民の負担へと繋がらうる。

10 第3節 金融機関への影響

3つ目の課題としてあげられるのが、銀行をはじめとする金融機関の収益性の問題である。

15 この問題の背景には、非常に長い間にわたって超低金利政策が継続した末にマイナス金利政策が導入されたという事情が影響している。マイナス金利政策の導入によって、短期金利がマイナスになることに加えて、イールドカーブ・コントロールによって長期金利もマイナスになっている。銀行は、「短期調達・長期運用」を収益の基本構造としていて、かつ、調達の主な手段である預金金利は低下の余地が乏しいという状況にあった。また、イールドカーブの長い部分までがマイナス領域にまでシフトしたことは、短期・中期ゾーンにおいて銀行の収益を低下させただけでなく、長期ゾーンにおいても年金や保険会社の運用収益を圧迫することとなった。この点はマイナス金利導入に伴う副作用として考えるべき課題である。

25 銀行の収益への影響については、当座預金へのマイナス金利の適用範囲が一部分であったことから、直接的な影響は限定的であったと考えられる。しかしながら、イールドカーブ全体が押し下げられたことにより、10年物国債利回りまでマイナスになった。銀行が運用している国債の、平均的な満期である3年・5年といった短期・中期の利回りが低下すれば、貸出金利も連動して低下する。一方で、預金金利の下限は基本手きにゼロであるため、預貸利鞘は縮小し収益は悪化するのである。こうした状況が続くと、銀行は金融仲介機能を十分に果たすことが困難になる。しかし、金利が全体的に低下しなければ実質金利の引き下げという政策の目的を達成できないのである。こうした状態が長期間続けば、累

積的に銀行の経営体力に影響をもたらし、金融仲介機能に悪影響を与える可能性がある。特に地方銀行は経営が苦しく、スルガ銀行などが不正融資に走る一因になったとの指摘もあった。このまま低金利が長引けば、銀行が耐えられなくなって「貸し渋り」に動き、企業や個人にしわ寄せが及ぶ懸念もぬぐえない。大手 5 大銀行にも影響は及んでいる。2017年9月の中間連結決算では三菱UFJフィナンシャル・グループ、三井住友フィナンシャル・グループ、みずほフィナンシャル・グループ、りそなホールディングズ、三井住友トラスト・ホールディングズは共に業務純益が前年と比べて悪化している。日本よりも先にマイナス金利を導入した欧州では、銀行等の金融機関の収益圧迫などの問題は比較的少ないが、日本は預金による調達の高割合の中で預金金利も低水準にある為に、調達の金利における引き下げの余地が少ないのでマイナス金利が利鞘に及ぼす影響が相対的に大きく表れやすいと考えられる。

図表 11：大手銀行5グループの17年9月中間決算

大手銀行のグループの17年9月中間決算		業務純益	最終利益
		三菱UFJ	4422(▼13.3%) 7400(▼12.8%)
三井住友		3053(▼40.4%)	4201(17.0%)
		6100(▼28.0%)	6300(▼10.8%)
みずほ		1807(▼40.5%)	3166(▼11.5%)
		4600(▼6.9%)	5500(▼8.9%)
りそな		1002(▼10.5%)	940(▼2.9%)
		1985(3.9%)	1650(2.2%)
三井住友 トラスト		859(▼18.9%)	754(▼14.2%)
		1800(19.6%)	1500(23.5%)

※上段は17年9月中間期、下段は18年3月期見通し。単位は億円、カッコ内は上段が前年同期比、下段が前年度実績比増減率%、'はマイナス。業務純益は主力傘下行合算。最終利益は連結。

15 (「業務純益が減益 超低金利で収益低迷 9月中間」 毎日新聞 2017年11月14日より作成)

また、年金・生命保険会社の資産運用への影響もみられる。年金・保険会社は長期の債務に対応するために長期の運用が必要であり、従来は長期国債を中心に投資している。超低金利からマイナス金利へ移行することで、利回りがさらに低下し、運用収益を上げることが困難になっている。こうした状況において、収益を確保するべくリスクの高い投資対象へ運用をシフトせざるを得ない。しかし、これは政策の目的でもあるポートフォリオ・リバランス効果が波及しているといえるため大きな課題であるとは言い難い。しかし一方で、負債側では加入者に対する予定利率や想定利回りを引き下げるとともに、保険料を引き上げる必要が生じる。この結果、加入者にとっては、負の所得効果が生じ、消費の減退という影響が起きうる。年金における問題は、個人だけでなく、企業年金を抱えている企業にも影響を及ぼす可能性がある。利回りが低下すれば債務の割引率が低下し、年金債務の現在価値が増えることになる。加えて、資産の側で運用利回りが下がることで、未積立ての確定給付の年金債務残高も増加する。年金債務は企業のバランスシートに計上されており、企業は債務が増加する状況で設備投資や研究開発、M&Aを抑制する可能性がある¹¹。

このように、マイナス金利政策の影響は、年金・生命保険会社の資産運用へも波及する。ただ、こうした金融機関の収益面への影響も踏まえ、日本銀行は2016年9月に長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策導入の際に、マイナス金利を維持しながら10年物国債の利回りをゼロ%程度で推移させる方針を掲げた。その結果、イールドカーブの傾きはスティープ化し、金融機関、特に長期運用が求められる年金・生命保険会社における収益への影響を緩和させている。

第4章 金融政策のあるべき姿

将来の不確実性を抱える中、日本はもちろん、世界的な経済情勢を考慮した上で我々は金融緩和政策の維持を提言する。しかし現状の政策のまま続けては副作用が拡大し、効果

¹¹ 日本銀行金融研究所（2018）「マイナス金利環境におけるファイナンス：課題と研究の潮流」

が見込まれない可能性があるため、現状の政策に改良・改善を加えるべきだと考える。金融緩和政策の維持を唱える理由、出口への道筋を述べた後に、具体的な改善策、そして新たな政策の取り組みを提言する。

5 第1節 金融緩和政策の維持

日本銀行は、2%の物価安定目標を安定的に持続するために必要な時点まで現在のマイナス金利付量的・質的金融緩和の枠組み持続することをコミットしている。現在の金融緩和政策は長期的な視点であるため、金融緩和政策はしばらく維持が必要であると考え。日本では、まだ2%の物価安定目標への理解や支持が広まっていないというのが現状である。

10 よって、インフレ期待の形成は過去のインフレに左右されやすい傾向にある。これが上昇に転じていくためには実際のインフレ率が安定して上昇傾向を示すようになるまで、たとえば時間がかかるとしても待つ必要がある。そのためにはまず、日本銀行がなぜ物価を上げようとしているのか、なぜ物価安定目標が2%なのか、マイナス金利がどのようなプラスの効果をもたらすのかということ、国民の目線に合わせて丁寧にわかりやすく対外報告を行っていくことが重要である。

15 緩やかなデフレに慣れている日本では、物価の上昇を望まない家計が圧倒的に多い。企業や金融機関も2%の物価安定目標は実現が難しいので目標水準を下げるべきとの声も多くあがっている。現在の政策目標である2%のインフレ目標は、今後も達成が難しいと考えられるが、短期目標としてのデフレ脱却と長期目標としての2%インフレの峻別について、
20 明確にしておく必要がある。異次元緩和が導入された時点でのデフレ脱却目標として2年での2%インフレ目標の達成が掲げられたことで、デフレ脱却という目標とインフレ目標の達成が同一視されている。そこで2%という物価目標が設定されている経緯について考える。

25 2%の物価安定目標が導入された経緯について、宮尾(2016)によると、2013年1月当時、今後の経済・物価が順調に回復し、経済の持続的成長の実現が展望される中で、インフレ率、予想物価上昇率がともに上昇していくとみこまれていたため、「物価安定の目途」の上限の値を目標として明記したとされている。インフレ率には計測誤差(上方バイアス)が含まれる可能性があり、デフレに陥らないように、「のりしろ」一利下げ余地一を確保

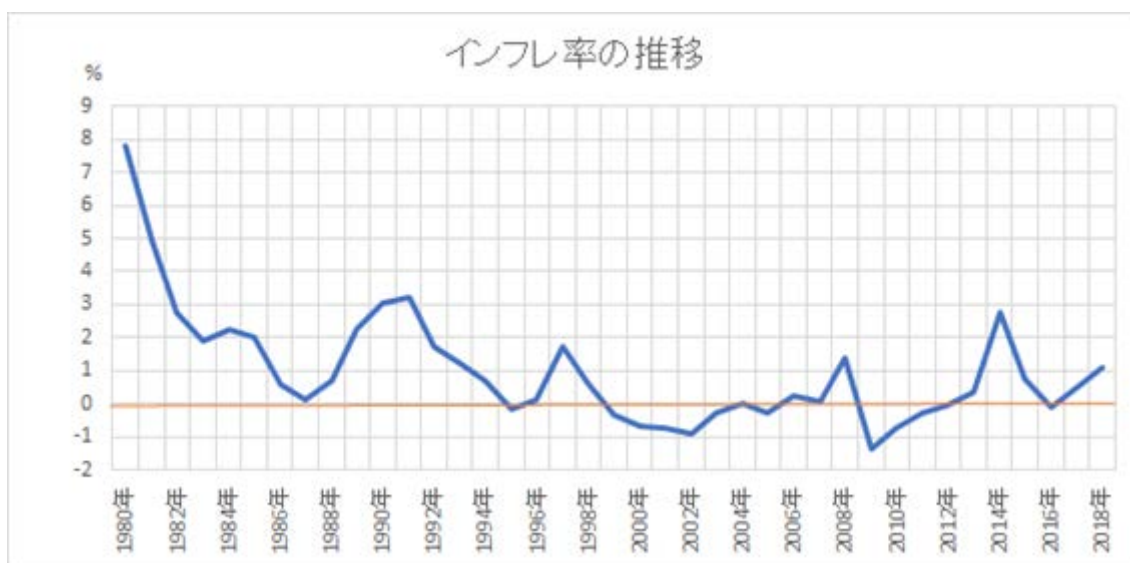
しておくことが重要である。そして、米国を含めた先進国はいずれも 2%程度を目標値ないしは参照値としている点からも、柔軟なフレームとして理解が浸透したとされている。

これらの点から 2%のインフレ目標は、今後国民経済が健全に発展するための「物価の安定」水準であり、長期的な維持すべき目標と考えることができる。現在は消費者物価上昇率がゼロ以上のプラス圏にあり（図表 12）、物価の持続的な下落という意味でのデフレからは脱却済みであるといえる。政府・日銀がデフレ脱却宣言をすることで、達成済みである短期的なデフレ脱却目標と、今後長期に渡って維持すべき水準としての 2%インフレ目標を分けて考えることができ、国民や市場参加者の期待を変化させることにつながる。

加えて、長期的な 2%インフレ目標は財政危機の解決にもつながると考えられる。2%インフレが安定的に継続すれば、国債の実質価値は 33 年間で半減、40 年国債を発行すれば償還時の実質価値は 44%に減価していることになるのである。この借り換えを繰り返せばそれは実質永久国債であり、毎年 2%という緩慢で時間をかけたペースでなら、財政危機の問題解決につながると考えることができる。財政危機の問題は、国民の将来の予測において懸念される問題であり、このような解決手段を国民に伝えることで、将来への安心感が消費動向の改善につながる。こうした意味でも、長期的な目標としての 2%インフレ目標を継続することに意義があり、この点に関する説明を通じた国民や市場の納得が必要である。それによって消費増加や貨幣の保蔵需要の減少、投資増加が期待できるのである¹²。

¹² 清水啓典 「日本の金融政策と成長戦略」

図表 12：インフレ率の推移



出典：[IMF - World Economic Outlook Databases](#) (2018年4月版)

5

第2節 出口政策への提案

2018年9月14日に開かれた日本記者クラブ主催の自民党総裁選の討論会で、現状の金融緩和について安倍晋三首相は「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」と述べた。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。また、時期や手法は黒田東彦総裁に「任せている」とした。(2018年9月14日 産経新聞) 黒田総裁は、「出口シナリオの早期開示は市場混乱を招く恐れがある」として具体的な明言は行っていないが、2018年9月19日の記者会見では安倍首相が出口戦略に触れたのに関し、物価目標の達成に全力を尽くす姿勢を強調した。出口戦略は「あくまで2%を達成してから」との考えを示した。(2018年9月19日 日本経済新聞)

大規模な非伝統的政策が原動力の1つとなり、景気は明確に回復し、物価上昇率もマイナスからプラスへと上昇した量的・質的金融緩和が景気と物価の改善に明確に貢献してきたことは事実であると思われる。景気に関しては需給ギャップが解消するまで改善基調が続き、長く続いていた物価の下落も上昇へと転じることができた。2%の物価安定目標はまだ達成しておらず、賃金の伸びが緩やかなのも確かであるが、少なくとも経済全体を通し

てみるとデフレ状況から基本的に脱却できたといえる状況だと考えられる。いずれは現在の金融緩和政策を正常化するため、出口政策を行わなければならない。

第1項 諸外国の出口政策

出口政策を進める上で参考となるのが、先に正常化を進めている米国 FRB の事例である。

5 米国は、2014 年に入ると緩やかな景気回復を理由に資産の買い入れ額を徐々に減らすことから出口政策を開始した。2014 年 9 月に公表した正常化プランと実際に実施してきた正常化は次のようになる。

1. 資産買い入れの段階的な縮小（テーパリング）を開始

2. 満期が到来した資産の再投資を行い、バランスシート水準を維持

10 3. 政策金利の引き上げ

4. 満期が到来した資産の再投資を減額・終了することでバランスシート水準を徐々に縮小

日本でも、FRB の基本的な考え方を参考にしつつ、将来の正常化プロセスについて検討されている。

15 FRB は住宅バブルの崩壊から金融危機に発展し、2007 年には景気後退に突入した。5.25% あったフェデラルファンド金利を 2007 年 9 月から急ピッチで引き下げ、2008 年 12 月には 0~0.25% に到達した。その後、2015 年 12 月の最初の利上げに踏み切るまでこの水準を維持し続けた。FRB は 2015 年初め頃から、利上げを意識したフォワードガイダンスを用いるようになった。2015 年 1 月 FOMC 声明文の中で、金利に関する段落において、現在の低金利
20 利（0~0.25%）について「2014 年 10 月の資産買い入れプログラム終了後も、引き続き相当の期間、維持する」との表現を削除している。その後、3 月には利上げについて「忍耐強くなりうる」という表現を削除した。これらが最初の利上げを意識した方針への転換を意図している。さらに利上げの判断は、「データ次第だ」と強調するようになった。その後 2015 年 12 月、利上げに踏み切った。しかしこの時米国は、インフレ率がゼロ%強で低迷
25 しており、2%から大きく乖離している状況であった。インフレ目標が未達成にもかかわらず利上げができた理由は 2 つ挙げられる。1 つは雇用の著しい改善によって失業率が急ピッチで低下し、失業率ギャップがおおむね解消していたことにより、今後は賃金上昇率が高まっていくと見込まれていたことである。2 つ目に、物価の基調が良好であったこと。特に長期予想インフレ率が 2%前後で推移していたことなどが理由である。

FRBに続いてECB（欧州中央銀行）も出口政策を始めている。ECBは、2013年から長期予想インフレ率が緩やかに低下する傾向が見られ、ユーロ高であった。それと同時にECBのバランスシートが急速に縮小していたことから更に予想インフレ率の低下が進み、しかも日米と比べたバランスシートの縮小が金融引き締め的だと市場に捉えられてユーロ高が進行するおそれもあった。1年物の満期を3年まで長くした3年物の長期リファイナンス・オペレーション（3年物LTRO）という非伝統的金融緩和手段を2011年12月、2012年2月の2回だけ実施した。この紀元前還元によって返済が急速に増えていたことが原因でバランスシートの縮小が起こった。以上によりECBは、2014年6月に包括的な非伝統的金融政策に着手した。ECBの金融緩和政策は、主に銀行貸出を促す目的で①主要政策金利の引き下げ（預金ファシリティ金利はマイナス0.1%を適用）②TLTROの導入③ABS買入れの検討開始④固定金利・応札額全額吸収方式のMROとLTROの期限延長⑤SMPの不胎化措置（準備預金の増加を相殺する資金吸収）の停止といった政策を打ち出した。

2018年6月14日の理事会で、量的緩和政策について12月末で終了する方針を決めた。ECBが重視していた物価動向は2018年5月に一時的ながら目安とする「2%弱」となった。また、ユーロ圏の雇用者数は過去最高水準にあった。よって国債などの買入れ規模について、9月末までは月300億ユーロ（約3兆9千億円）で継続し、10月から月150億ユーロに半減、12月末で量的緩和を打ち切る方針を全会一致で決定した。ただし、年0%の政策金利については、量的緩和の終了後、少なくとも19年夏までは現在の水準を維持する方針も発表した。現在ECBが保有する国債で満期を迎えた分は当分の間、再投資して残高を維持する方針である。

第2項 今後の日本における出口政策

FRBがインフレ目標未達成にも関わらず利上げができたことは、今後インフレ率が上がることを市場が予想できたからである。一方、ECBは物価目標が2%近傍まで到達したことで出口政策へ踏み切ろうとしている。

いずれにしても、出口政策の出発点では国債買入れ規模の段階的縮小として、現行80兆円（年間）を目途としている国債残高増加額を徐々に減らす必要がある。現在、足元の買入れ増加額は80兆円だったものが50～60兆円と目標よりも少なくなっており、すでにテーパリングは行われていると考えられる。そして次の段階で、長期金利誘導目標の引き上

げに踏み切るというプロセスが合理的である。利上げを行ったあとは再投資の停止を行い、バランスシート規模の正常化という順序づけで正常化へ向かわなければいけない。

日銀は今後、日本国債の格下げ、株価や金融システムの悪影響を回避すべく、長期金利の急上昇を抑えることを優先し、イールドカーブの弾力化へ向けて行動するべきである。

- 5 以上から具体的な出口政策のシナリオとして、
1. 国債残高増加額を徐々に減らし、テーパリングを行う。
 2. 海外からの金利上昇圧力の高まりと、堅調な日本の物価・賃金状況を見て、現行 0%の長期金利誘導目標を 0.1%~0.2%へ引き上げる。
 3. 国債買入を満期償還分の買入に押さえ、バランスシートは残高維持に止める。さらに
- 10 長期金利誘導目標を 0.3%~0.5%へ引き上げる。
4. マイナス金利を解除し、日銀当座預金はプラス金利付与部分とゼロ金利部分の2階層とする。また、再投資は継続し、長期金利誘導目標を 0.5%~1.0%へ引き上げる。
 5. 0.1%の利上げを行い、再投資は継続する。長期金利誘導目標を 1.0%~1.5%へ引き上げる。
- 15 6. 0.5%まで追加利上げを行う。再投資は規模縮小を経て停止され、満期還元落ちによってバランスシート縮小に着手する。長期金利誘導目標を 1.5%~2.0%へ引き上げる。

この状況を踏まえて、いつ出口政策を行うべきなのかを日本の視点で考える。現在、日本はデフレから脱却していると言える状況にある。しかし 2019 年 10 月には消費税が 8%から 10%へ増税することが決まっており、このタイミングでの正常化は景気下振れのリスク

20 が大きい。消費増税の日本の景気に対する影響を見極めるには、半年から 1 年程度の期間¹³が必要になると想定される。また FRB が現在のペースで利上げを進めた場合、2019 年内には 3%とみられる中立金利に到達すると予想される。中立金利に到達するタイミングで FRB が利上げを打ち止める可能性もある。加えて IMF による経済見通し（2018 年 7 月）

25 によれば、2020 年以降米国の経済成長の減速が予想されている。背景として米中の貿易摩擦の激化が考えられるが、経済成長が減速した場合、2020 年、21 年において FRB は利下げに転換すると考えられる。利下げが行われた場合、円高リスク等から日銀は政策正常化が困難となる。

¹³ みずほ総合研究所 みずほインサイト 2018.8.2

これらの要因から出口政策のタイミングは限られており、これらの状況が落ち着くまでは出口政策へ踏み切ることが困難であると予想できる。景気後退リスクを抱えるタイミングの正常化は避け、その上で、日本政府が失業率の低下、名目賃金の上昇を目指した政策を中心に行い、それらに伴う物価の上昇により、2%のインフレ目標達成に近づいたタイミングでの正常化が最適である。そのためには、現在の金融緩和を長期間維持するなかで、副作用への対応、2%のインフレ目標に向けた課題を解決する必要がある。

第3項 出口政策における課題

10 出口を迎える時期は、日本経済の今後の景気回復ペースに依存し、それは世界経済の回復ペースにも左右される。実際に米国の出口政策では、2011年6月に最初の「出口政策の原則」を公表した後に、大規模な資産買入れ第3弾、いわゆるLSAP3を実施し、そのために当初の公表した内容も変更され、2014年9月に新たな正常化プランが公表された。利上げのペースも当初の予定よりも長い時間がかかっている。こういった米国の経験からも、出口政策を行うことが、いかに不確実性を伴うものであるかがわかる。2%のインフレ目標達成も長い目で見ていかなければならない。長期的な金融緩和政策の維持は、長くなるほど副作用も大きくなると考えられる。現行の政策のまま金融緩和を続けてしまうと、3章で述べた問題がさらに悪化してしまうリスクがある。さらには影響が、家計の実質預金金利にも及ぶ可能性がある。

20 出口政策を行う際の課題として、まず長期金利が上昇することで、債券の価格が下がり、日本銀行が大量に保有する国債の評価損が出るということ。次に短期金利の引き上げに伴い、準備預金における付利金利が引き上げられると、金融機関への日本銀行の利払いが増加し、日本銀行の収益が減少する点である。これらの日本銀行の損失は、政府に収める国庫納付金の減少につながり、財政の悪化につながることも考えられ、増税による国民負担に繋がるのではないかと考えられている。

25 イールドカーブ・コントロール（以下YCC）によって金利を抑制し、円安や貸出の増加という効果に繋がったが、一方で肝心の物価目標に対する効果はまだ見られず、物価上昇率は低迷を続けているのが現状である。さらに、副作用の蓄積が目立つようになった。債券市場の機能低下や地域金融機関を中心とした収益の悪化など、出口政策へ向かうことが困難とされる要因となっている。

また、政策を転換するには、長期目標としての 2%インフレ目標の達成に向けた政策の提案も必要である。日本銀行は将来の物価見通しを繰り返し引き下げており、2%に到達する目途はたっていない。物価の上昇には、実質賃金の増加等の国全体で取り組む政策が必要となりうるが、日本銀行が行う範囲の政策による物価の上昇も望まれる。この点について第3節で提案するが、2%という物価上昇の目標の意義については、誤った認識を避けなければならない。あくまで「物価の安定」という日本銀行の政策目的における中長期的な目安が 2%と考えられており、「物価の安定」を通じた「国民経済の健全な発展」が最も重要な目標である。2%インフレ目標を過度に示すことは、いわゆる「物価目標至上主義」に陥りやすくなり、国民経済の健全な発展を阻害する要因になりうる。

5
10
15
20

ETF 等のリスク資産に関しては、満期が存在し償還が可能である国債とは異なり、ETF には満期がないので、正常化に向かう際には市場で売却しなければならない。バランスシートを縮小するにあたり、大量の資産を売却すれば日本株の株価は下落し、マクロ経済に大きなマイナスの影響を及ぼしかねない。また、ETF の買入れ縮小により、株価の下支えがなくなるということは、市場参加者の取引動機にマイナスの影響を与え、結果的に株価の下落と個人消費の減少をもたらす恐れがある。さらに金融緩和姿勢の後退を市場参加者がイメージしてしまえば、円高や金利の乱高下を引き起こし、デフレ圧力の要因となる。このため、株価下落や円高進行が起きたとしても、デフレに戻ることはないという確信がなければ、ETF 買入れの修正には踏み込みにくいと考えられる。しかし、今後の金融緩和の維持をするうえで、ETF 買入れによる副作用は無視できない。これらの副作用についての対策案は4章で提言する。

7月末の金融政策決定会合において、今後のリスク資産買入れ方針としてETF（上場投資信託）に関してはこれまでの日経平均連動型の比率を減らし、TOPIX 連動型の割合を増やすことで資産買入れの副作用を軽減するとみられる。

25

第3節 金融緩和政策の改良に向けた提案

現状の金融緩和政策を持続的なものとするため、副作用に対応した政策の改良、そして前節で示した出口政策の開始に向けた政策の改良・改善を提案する。

現在行っているマイナス金利政策、オーバーシュート型コミットメント、長期金利がゼロであるなどの超金融緩和は一時的な政策であるとみなしているため、長期的であるほど副作用が生じてしまうと考えられる。今後は、長期的で持続可能な金融緩和政策手段に切り替える必要がある。そのために、オーバーシュート型コミットメントの強化を行い、時間軸長期化により、持続的な緩和拡大を明示しなければならない。イールドカーブの弾力化を重点的に目指し、ETF 買入れを減額という金融政策に転換する必要がある。一方で副作用への対応を重点的に行ってしまうと2%の物価安定目標への道のりが遠のいてしまうという懸念に繋がることを考慮し、新たな政策としてデジタル通貨を取り入れた提案を行う。

10

第1項 YCC（イールドカーブ・コントロール）の弾力化

YCC は、海外の中央銀行の出口への動きや物価上昇などに伴う実質金利動向に沿って、今後更なる弾力化を目指していかなければならない。日本銀行は7月30日、31日の金融政策決定会合において、YCC について日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用するという一方で、10年物国債利回りを0%程度で推移させる点での変更はなかった。しかし、マイナス金利が適用される政策金利残高は現在の10兆円程度から減少させ、国債利回りは経済・物価情勢に応じて上下に変動しうるとした。YCC により金融市場の景気・物価のシグナルの役割が損なわれること、民間金融機関の収益が圧迫される副作用を抑えるための弾力化を図ったといえる。以上のことから日銀はすでに YCC の弾力化を行っているように、今後もイールドカーブを正常化に近づけていくため、過度な国債買入れを縮小していく必要がある。

15

20

国債の買入れを縮小することは、いずれ訪れる国債買入れの限界を先延ばしにすることもできる。直近の国債買入れペースは鈍化しており年間で60兆円程度になっているが、このペースを前提とした場合でも、2019年中には国債買入れの限界が訪れるという試算もされている¹⁴。限界のタイミングは金融機関の国債保有需要をどの程度と仮定するかで変化し

25

¹⁴ 第一生命経済研究所「日銀・出口戦略の意義を考える」

うるが、60兆円を下回る買入れペースの目標設定が必要となるだろう。買入の目安を年間45兆円ペースにするという提案も挙げられている¹⁵。

直近の動向としては、7月末に「経済・物価情勢に応じた金利変動」を容認して以降、日本銀行は金利の膠着感が強まることを避けるために、主に償還期間が20年以上の超長期債の買入れを市場想定よりも減額している。この結果、超長期債の金利は上昇し、それに伴って売買高も急増した。このように買入れ額の減額は、課題としてあげられる市場での取引の減少を回復させる効果が見込まれると考えられる。

また、保有国債の平均残存期間短期化を進めることでさらなる弾力化を見込むことができる。2016年のYCC導入以降、現在も保有国債の平均残存期間はほぼ同水準¹⁶であることが現状である。保有国債における平均残存期間の短期化を行う過程で、10年国債利回りに上昇圧力が掛かり、超長期の利回りも上昇し、YCCの弾力化に繋がることが予想できる。保有国債の平均残存期間を短期化することに伴い、これまでの長期金利目標値を短期化し、10年物0%程度から5年物0%程度とする。この操作目標の変更はあくまで金融緩和政策の維持を示すものであり、2%の物価安定目標達成との整合性が維持されることから、市場で正常化として捉えられるリスクは少ない。

長期金利目標値の短期化は、今後、金融緩和政策を維持するうえで国債の買入れ政策の持続性を高めると考えられる。また、保有国債の平均残存期間の短期化は将来の正常化の際に、償還見合いで保有国債残高の縮小を迅速にさせる効果が見込まれる。加えて、準備預金における付利金利が引き上げられる際に、低金利の国債をより高い金利の国債に置き換えることが可能であり、これにより日本銀行の収益悪化を軽減することができる。保有する長期国債の価格が下がり、評価損が出るという課題にも対応することができ、出口政策を行う際の課題に対しての解決策にもなりえるのである。

さらに、国債買入れにより拡大したバランスシートは、物価安定目標の達成が見込まれる段階で縮小していくことになる。正常化の後には短期金利を中心に金融政策を運営する状況に復帰するため、YCCの弾力化を目指せば3章で述べた財政ファイナンスへの懸念も払拭することが可能になることに加え、長期国債の利回りが上昇すれば、金融機関の収益面への配慮も可能となる。

¹⁵ 野村総合研究所「異次元緩和の出口戦略とグローバル金融市場」

¹⁶ FinancialSolutions「日本銀行は保有国債の平均残存期間短期化を進める見通し」

これらの、金融緩和政策を維持するうえでのメリット、出口政策での課題に対応する政策としてのメリットを考慮し、YCC の弾力化、それに伴う長期金利目標値の短期化、国債買入れ増加額の目標水準を年間 80 兆円から引き下げる（実際の買入れ額は減少している）。といった政策を提言する。

5

第2項 日本銀行が保有するリスク資産の削減

出口政策では、これまで積み上げてきた ETF 等のリスク資産を減らす必要があるが、ニッセイ基礎研究所の試算によると¹⁷、日本銀行が資産の買入れ額を 2020 年 4 月以降は毎月 200 億円ずつ減らすとした場合に、保有残高がゼロになるのは 2039 年 12 月で、2018 年 10 月現在からすると 22 年近くを要することになる。このようなシナリオでの資産の売却は現実的ではないため、資産の売却に関する出口政策での提案が必要である。

考えられる提案として、新たな機関を創設し、日本銀行から ETF を移管する手法が挙げられる。これは、2002 年に銀行の持ち合い株解消のための受け皿として設立した「銀行等保有株式取得機構」が参考となりうる。三井住友アセットマネジメント・チーフマクロストラテジスト、吉川雅幸氏が、買取機構について「市場にインパクトを与えずに日銀のバランスシートからリスクを切り離す手法としては有効」と述べているように、資産の売却により日本株の株価が下落することを避けることが可能であると考えられる。移管した資産の処分においては、銀行等保有株式取得機構の場合、市況が安定している時期に処分を進め、低迷している時期には抑制することを基本とすることで、市場へのネガティブ・インパクトを抑えるように配慮された。受け皿となる機関が設立すれば、日本銀行のバランスシートの縮小を進めることが可能であり、証券市場での取引に与える影響をすくなくできるだろう。

加えて、日本銀行が保有する ETF を現物株に交換し、企業に自社株を買い取ってもらう方法、割引価格で個人に譲渡する方法も挙げられる。企業の自社株買いは自主的に行うものだが、買取が可能な企業に買い取ってもらうことで、保有残高を減らせる。個人への譲渡は、日本銀行がこれまでに買い入れた ETF には大きな含み益があり、この含み益を活用することで日本銀行の損失は実質的にはない。この政策は、現在日本政府が取り組んでい

¹⁷ニッセイ基礎研究所「日銀の出口戦略に関する考察-ETF の含み益で個人の資産形成を」

る”貯蓄から投資へ”を推進することにつながる政策でもある。譲渡価格は含み益に応じた割引価格で決まるが、譲渡先をなるべく不公平がないようにし、希望者全員が対象となることが望まれる。資産形成を促進する面で、年齢層に応じて譲渡可能な口数を増やす、つみたて NISA や個人型確定拠出年金 (iDeCo) で購入してもらうなどの工夫が考えられる。

5

第3項 金融政策におけるデジタル通貨の導入

日本銀行が2015年12月21日に公開された『「デジタル」の特徴と国際的な議論』レポートによると、中央銀行がデジタル通貨を発行することで起こりうる影響については、①ユーザー利便性の向上、②金融政策の有効性確保、③通貨発行益について言及された。また、キャッシュレス化に伴う効用として「紙幣ベースの支払手段の利用にかかる、GDPの0.52%を占めるコストの削減」(KPMG・シンガポール)、「銀行券・硬貨製造にかかるコスト1億クローネ/5年の削減」(デンマーク中銀)などを例に挙げた。

多くの中央銀行では、ブロックチェーン分散型台帳技術に関する調査研究や実証実験を行っている。例えば、カナダ銀行は2017年7月に開催されたP2P (Financial Systems International Workshop) において、現金をモデルとしたデジタル通貨を発行した場合の結果として、通貨発行益、金融政策、金融システムへの影響は軽微であり、基本的な金融サービスへのアクセスが困難な人々にもサービスが提供しやすくなるという金融包摂に関するメリットを指摘した。

以上の調査研究や実証実験をみると、中央銀行が発行する中央銀行マネー(銀行券および中央銀行当座預金)に、新しい情報技術を応用するという類型を念頭に置き、行なっている。これらの調査研究や実験は、必ずしも「自らの中央銀行マネーに直ちに新技術を応用する」ことを企図するものではなく、むしろ、「中央銀行として新しい情報技術を深く理解する」ことを主眼に行われているものが多い。また、中央銀行マネーに新技術を応用するという類型については、①銀行券を代替し得る、広く一般に利用可能なデジタル通貨を中央銀行が供給する可能性を探るものと、②既に電子化・デジタル化されている中央銀行当座預金について、これにブロックチェーン・分散型台帳技術などを応用することで、その利便性などを一段と高めることを展望するものに分けられる。

この様な中央銀行デジタル通貨の発行を巡っては、現在、スウェーデン国立銀行(リクスバンク)が、中央銀行デジタル通貨eクローナ(e-krona)の発行の是非について具体的

な検討を行っている。また、中国人民銀行も、先行きデジタル通貨を発行する構想がある旨、対外的に表明している。もっとも、多くの主要中央銀行は、一般に広く利用可能なデジタル通貨を自ら発行することについては、現時点では慎重であるように窺われる。日本銀行は、銀行券を代替するような中央銀行デジタル通貨を発行するといった具体的計画は

5 有していない。

日本銀行では2016年4月に金融実務と先端技術、調査研究、経済社会のニーズを結びつける「触媒」としての役割を積極的に果たすことなどを狙いとして、決済機構局内に「FinTech センター」を設立した。その上で、日本銀行では FinTech センターを中心に、数度にわたる「FinTech フォーラム」や学界との共催コンファレンスの開催など、さまざま

10 まなフィンテック関連の会合を主催している。これらの会合では、①金融機関、IT 企業、フィンテック・ベンチャー、学界等からの幅広い主体との多面的な議論が行われていること、②日本銀行によるプレゼンテーションや講演等を通じて、日本銀行からの有力な情報発信の場としても活用されていること、③フィンテック推進のためにはオープンな議論が重要との問題意識も踏まえ、討議資料や議事要旨を日本銀行ホームページ上で公表し、透

15 明性の高い枠組みを構築していること、などが特徴である。

それらを踏まえ、日本銀行は2016年12月に欧州中央銀行と共同で、分散型台帳技術の金融インフラへの応用可能性を調査するための取組み「プロジェクト・ステラ」(Project Stella)を開始した。2017年9月に公表した第1回報告書では、両中央銀行が運営する資金決済システムについて、その機能の一部が分散型台帳技術を用いた環境の下

20 で、効率的かつ安全に再現できるかどうかを検討し、暫定的な結果を取りまとめた。主な実験結果を紹介すると、まず、分散型台帳技術を応用した擬似環境の下で、現行の即時グロス決済システムとほぼ同等の処理速度で決済を実現し得る可能性が示唆された。また、こうしたパフォーマンスが、当該システムのネットワーク構造(例えば、ネットワークに参加するノード数や、ノード間の物理的な距離)に依存することも確認された。さらに、

25 金融インフラの安全性について言えば、決済システムの参加者の一部で障害等が発生しても、システム全体としては機能を維持し得たことも確認された。このほか、両中央銀行が自らの資金決済システムにおいて提供する「流動性節約機能」(決済システムに参加する各金融機関が、決済を履行するために予め準備しておくべき資金の量を節約する機能)について、これが想定する、①支払指図を待ち行列として待機させるような機能や、②複数

30 の支払指図を同時に決済するような機能を、予め決められたアルゴリズムに従って自動的

に執行させる「スマートコントラクト」を実装することが可能であることも示された。こうした流動性節約機能のスマートコントラクトによる実装は、海外中央銀行の取組みと比べても、先駆的な試みと位置付けることができる。日本銀行は今後とも、新しい情報技術の一段の理解深耕を図るため、欧州中央銀行と協力しながらプロジェクト・ステラの枠組みを継続し、複数の金融インフラに分散型台帳技術を応用するような取組みを含め、さまざまな検証作業を進めていくと予定している。

5 以上を踏まえ、金融緩和の改善・改良案として、金融政策におけるデジタル通貨の導入が挙げられる。金融政策におけるデジタル通貨の効果として、ダートマス大学教授のアンドリュー・レビン氏は、「デジタル通貨には国債利回りと同じような水準の金利を付けるべきだ。経済がひとたび危機に陥った場合には金利をマイナスにかえることができるようにする。これは税金のような負担になるため、低所得層には免除措置が必要になるだろう。それも中銀が台帳を管理する仕組みなら、難しいことではない。また税金といってもマイナス1%程度であれば、小さな水準だ。目的は（経済を刺激するために）企業が事業投資する際の金利を下げること。特に日銀にとっては、物価を長期的に安定させるために重要なツールになる」としている。また、麗澤大学教授の中島真志氏も、「中央銀行がデジタル通貨を発行し、銀行券のように広く利用されるになると、デジタル通貨自体にマイナス金利やプラス金利を自由に付けることによって、電子台帳上でのデジタル通貨の残高を減額あるいは増額ができるようになる。具体的には、デジタル通貨が銀行券のように広く普及した世界においては、金融緩和による金利引き下げの代わりに、中央銀行が台帳の残高を一定期間ごとに一律に減らしていけば、電子的な形で、マイナス金利を付けることができる」と説明している。つまり、これまでは銀行券を政策のツールとして用いることはできなかつたが、中央銀行がデジタル通貨を発行し、それが銀行券の代替な存在として普及するようになれば、中央銀行は自由に金利を付けることができるようになる。そして、従来の金融政策は銀行行動を通じて間接的に効果を発揮する部分が多かつたが、デジタル通貨の普及によりデジタル通貨の保有者に直接的に金利で働きかけることができれば、より金融政策の効果が高められるようになる。

しかし、一方で中央銀行のデジタル通貨が金融不安定化につながる面も指摘されている。仮に、中央銀行がデジタル通貨を発行し、銀行券も残っているという世界が実現すると、人々は支払いに使える資産を物理的な現金やデジタル通貨、銀行預金の3つに分けて所有できる。この内、物理的な現金は引き出しや持ち運びが必要だが、デジタル通貨と現金預

金は双方ともそのまま電子的な支払いに用いることができるという点で性質が似ており、競合度が高い関係となり得る。この為、マイナス金利のデジタル通貨から金利ゼロの現金へのシフトが発生したり、逆にデジタル通貨の金利が高ければ、預金から大量の資金が流失し、「取り付け騒ぎ」が起きかねないリスクもある。銀行経営が全般に不安定化している環境下で、このような資金シフトが発生すると、現在よりも数段速いテンポで資金が流出し、結果的に金融不安を増幅させる効果が出ることも予想されるだろう。この点に関して、麗澤大学の中島教授は「デジタル通貨の発行やそれに対する付利については、このように金融政策面からの検討のみならず、ブルーデンス政策の面からの配慮も求められる」と指摘している。また、導入にあたってはブロックチェーン技術の導入が取引処理速度や他のネットワークに与える影響といった技術的な側面に関する実証実験を行うとともに、導入に際する法的な論点についても検討する必要がある。これらの対応には数年単位の時間が必要になると見込まれ、国際決済銀行も2018年3月に公表したレポートで、決済システムに大きな影響を与えることから、導入を慎重に検討することを推奨している。

このことから、金融政策の新たな政策手段としてデジタル通貨の導入を加えることは可能ではあるが、実現するまでには数多くのハードルをクリアする必要があると言える。しかしながら、現金が多く流通する世の中ではマイナス金利の「幅」を深められないという問題意識が出ており、その実現性に対する中央銀行としての役割が問われていることを踏まえると、デジタル通貨の導入は必要であると考えられる。

20 図表 13 : デジタル通貨導入のメリットとデメリット

金融政策におけるデジタル通貨の導入	
メリット	デメリット
<ul style="list-style-type: none"> ・デジタル通貨自体にマイナス金利やプラス金利を自由に付けることで、電子台帳上でのデジタル通貨の残高を減額あるいは増額が可能になる ⇒金融政策の効果が高められる ⇒物価を長期的に安定させるための重要なツールとなり得る 	<ul style="list-style-type: none"> ・「取り付け騒ぎ」などによる金融不安定化 ⇒金融政策面からの検討だけではなく、ブルーデンス政策の面からの配慮が必要 ・技術的な側面に関する実証実験と導入に際する法的な論点についての検討が必要 ⇒対応には数年単位の時間が必要になる ⇒決済システムに大きな影響を与えることから、導入を慎重にしなければならない

おわりに

本稿では、現在行われている非伝統的金融政策である量的・質的金融緩和政策の維持を提言し、その上での課題への対応や現状の政策の改善方法を述べた。

第 1 章では証券市場、金融政策の役割と、その 2 つがどのような関係性にあるのかを再確認した。

第 2 章では現在行われている金融政策に至るまでの歴史的経緯を述べながら伝統的金融政策・非伝統的金融政策について確認した。また、現状の政策にはポートフォリオ・リバランス効果、シグナル効果、金融システムの安定化、リスクの移転、資産価格の下支え、リスクプレミアムへの影響という効果が見込まれていた。実際は企業向け貸出金利と住宅ローン金利の低下、社債発行の還元期間の長期化やマイナス金利でのコマーシャルペーパーの発行が見られるようになったこと、対外投資が活発化、J-REIT に資金が流入し、時価総額が上昇しているなどの効果が見られたことを述べた。

第 3 章では現在の金融政策の課題として、日銀が J-REIT・ETF を大量購入することで市場に流通する国債が減り、国債市場の機能が低下していることや、財政ファイナンスへの懸念、金融機関への収益へ影響していることを課題として挙げた。

第 4 章では今後の出口を提言し、3 章で述べた課題に対応しつつ、現状の政策の改善策を提案した。

日本はデフレから脱却しているが、2019 年に行われる増税や FRB が行っている利上げなどの海外経済の影響を考え、現状の金融緩和政策の維持を提言した。よって 2% のインフレ目標達成に近づいたタイミングでの正常化へ向かうことが最適であると述べた上で国債残高増加額を徐々に減らすテーパリングを行い、マイナス金利の解除を行いながら長期金利誘導目標を徐々に上げていくという出口政策のシナリオを提示した。そのためには金融緩和政策を持続的なものと考え、オーバーシュート型コミットメントの強化を行い、時間軸長期化により、持続的な緩和拡大を明示しなければならない。マイナス金利をゼロにし、長期化による副作用への対応として、イールドカーブの弾力化を重要視し、ETF 買入れを減額という金融政策に転換するといった改善を行う必要がある。ETF 買

入れ減額について、資産の売却を行うための受け皿となる機関の設立を提案した。さらなる改善案としてデジタル通貨を政策に導入することを提言した。この金融政策におけるデジタル通貨の導入は、従来の金融政策の銀行行動を通じて間接的に効果を発揮するものではなく、デジタル通貨の保有者に直接的に金利で働きかけることが可能であり、より金融政策の効果が高められるようになる。

我が国はまだ 2%の物価安定目標への理解や支持が広まっていないというのが現状である。日本銀行がなぜ物価を上げようとしているのか、なぜ物価安定目標が 2%なのか、マイナス金利がどのようなプラスの効果をもたらすのかということ、国民の目線に合わせて丁寧にわかりやすく対外報告を行っていくことが重要である。

15

20

25

30

参考文献、URL

- ・内田 浩史 (2016) 『金融』有斐閣
- ・公益財団法人 日本証券経済研究所 (2016) 『日本の証券市場 2016 年版』
- ・小林 照義 (2015) 『金融政策』 (株) 中央経済社
- 5 ・宮尾 龍蔵 (2016) 『非伝統的金融政策 政策当事者としての視点』有斐閣
- ・早川 英男 (2016) 『金融政策の「誤解」』
- ・白井 さゆり (2016) 『超金融緩和からの脱却』 日本経済新聞出版社
- ・岩田 一政 (2014) 『量的・質的金融緩和』 日本経済新聞出版社
- ・アジアで関心が高まる中央銀行発行のデジタル通貨 | 日本総研
- 10 <<https://www.jri.co.jp/page.jsp?id=33364>> 2018 年 11 月 6 日アクセス
- ・雨宮正佳「量的・質的金融緩和の成果と課題」
- <<http://www.jsri.or.jp/publish/review/pdf/5510/01a.pdf>> 2018 年 11 月 6 日アクセス
- 15 ・決済システムレポート : 日本銀行 Bank of Japan | 2018 年 2 月
- <<https://www.boj.or.jp/research/brp/psr/data/psrb180207.pdf>> 2018 年 11 月 6 日アクセス
- ・個人が中央銀行に口座を開ける日は来るかー日銀がブロックチェーンを考察 | ビットコインの最新情報 BTCN | ビットコインニュース
- <<https://btcnews.jp/bank-of-japan-review-blockchain/>> 2018 年 11 月 6 日アクセス
- 20 ・清水啓典 「日本の金融政策と成長戦略」
- <https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/news/news290714_3.pdf> 2018 年 11 月 6 日アクセス
- ・証券経済研究 第 9 3 号 (2016. 3) 米澤康博「ポートフォリオリバランスとその効果」
- <http://www.jsri.or.jp/publish/research/pdf/93/93_08.pdf> 2018 年 11 月 6 日アクセス
- 25 ・全国銀行協会 「新次元の金融政策のあり方」
- <https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/news/news290341_2.pdf> 2018 年 11 月 6 日アクセス

- ・第一生命経済研究所 経済の羅針盤「日銀・出口戦略の意義を考える」
[〈http://group.dai-ichi-life.co.jp/dlri/monthly/pdf/1801_3.pdf〉](http://group.dai-ichi-life.co.jp/dlri/monthly/pdf/1801_3.pdf) 2018年11月6日
 アクセス
 - ・調査情報担当室「量的・質的金融緩和の効果とこれからの課題」
- 5 [〈http://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/keizai_prism/backnumber/h27pdf/201513502.pdf〉](http://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/keizai_prism/backnumber/h27pdf/201513502.pdf) 2018年11月6日アクセス
 - ・土地総合研究「超金融緩和が不動産価格に及ぼす影響」(2014年春号)
[〈http://www.lij.jp/html/jli/jli_2014/2014spring_p023.pdf〉](http://www.lij.jp/html/jli/jli_2014/2014spring_p023.pdf) 2018年11月6日ア
 クセス
- 10 内閣府 「平成17年度 年次経済財政報告 第4節財政金融政策の評価」
[〈http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je05/05-00104.html〉](http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je05/05-00104.html) 2018年11月6日アクセス
 - ・日銀の仮想通貨発行、強力な金融政策効果を発揮＝中島・麗澤大教授 | ワールド | 最
 新記事 | ニューズウィーク日本版 オフィシャルサイト
[〈https://www.newsweekjapan.jp/stories/world/2018/02/post-9589.php〉](https://www.newsweekjapan.jp/stories/world/2018/02/post-9589.php)
- 15 2018年11月6日アクセス
 - ・ニッセイ基礎研究所 「日銀の出口戦略に関する考察-ETFの含み益で個人の資産形成
 を」
[〈https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=58792〉](https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=58792) 2018年11月6日ア
 クセ
 ス
- 20 日本銀行(2003)「全国証券大会における総裁挨拶要旨」全国銀行協会
[〈https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2003/ko0309b.htm/〉](https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2003/ko0309b.htm/)
 2018年11月6日アクセス
 - ・日本銀行ワーキングペーパーシリーズ 量的緩和政策の効果：実証研究のサーベイ
 (2006年7月) 鶴飼博史 [〈https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/kk25-3-1.pdf〉](https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/kk25-3-1.pdf)
- 25 [3-1.pdf](https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/kk25-3-1.pdf) 2018年11月6日アクセス
 - ・日本銀行「「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総
 括的な検証」(2016.9.21)
[〈https://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921b.pdf〉](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921b.pdf)
- 2018年11月6日アクセス
- 30 日本銀行 「中長期的な物価安定の理解」

- https://www.boj.or.jp/announcements/release_2009/un0912c.pdf 2018年11月6日アクセス
- ・日本銀行 「政策委員会金融政策決定会合 議事要旨」
https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/minu_2006/g060714.pdf
- 5 2018年11月6日アクセス
- ・日本銀行金融研究所（2018）「マイナス金利環境におけるファイナンス：課題と研究の潮流」
<https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/18-J-03.pdf> 2018年11月6日アクセス
- 10 2018年11月6日アクセス
- ・日本経済新聞「白川日銀総裁、量的緩和「経済活動を刺激する効果乏しかった」」（2010.9.8）
https://www.nikkei.com/article/DGXNASFL08045_Y0A900C1000000/
- 2018年11月6日アクセス
- ・日本経済新聞 「日銀、株価下支え再び増額 ETF購入基準緩和か」（2018.10.29）
<https://www.nikkei.com/article/DGXMZ036981000W8A021C1000000/>
- 15 2018年11月6日アクセス
- ・日本政府、デジタル通貨（e円）発行の検討を明言。
<http://blogos.com/article/277598/?p=2> 2018年11月6日アクセス
 - ・日本総合研究所「日銀金融緩和の新しい枠組みの評価と課題」（2016.9.27）
<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/9151.pdf>
- 20 2018年11月6日アクセス
- ・日本総合研究所「日本銀行のETF買入政策が株価に与えた影響」（2018.1.10）
<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/research/pdf/10269.pdf>
- 2018年11月6日アクセス
- 25 2018年11月6日アクセス
- ・野村総合研究所 | 2017年10月
https://www.nri.com/~media/PDF/jp/opinion/teiki/kinyu_itf/2017/itf_201710_5.pdf
- 2018年11月6日アクセス
- ・野村アセットマネジメント「日銀、金融緩和長期化をにらみ政策修正」（2018.7.31）
https://www.nomura-am.co.jp/market/news/20180731_0919BF0D.pdf
- 30 2018年11月6日アクセス

2018年11月6日アクセス

- ・野村総合研究所 「異次元緩和の出口戦略とグローバル金融市場」

<https://www.nri.com/-/media/Corporate/jp/Files/PDF/knowledge/report/cc/mediaforum/2017/forum260.pdf?la=ja->

5 [JP&hash=2261D89B0D0DCC3FF356FBE04E17571B1937C55C](https://www.nri.com/-/media/Corporate/jp/Files/PDF/knowledge/report/cc/mediaforum/2017/forum260.pdf?la=ja-JP&hash=2261D89B0D0DCC3FF356FBE04E17571B1937C55C) 2018年11月6日アクセス

- ・みずほ総合研究所 「日銀のETF大量購入への考察」 (2016.10.25)

<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/mk161025.pdf>

2018年11月6日アクセス

- ・みずほ総合研究所 「日銀の政策修正は限定的に留まる」 (2018.8.2)

10 <https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/mk180802.pdf>

2018年11月6日アクセス

- ・Dongho Yeom 「日本の量的・質的金融緩和 (QQE) の効果について」

[http://www.koreaconsensus.org/Sboard/down/TB_board/A&A_2\(2\)%20Dongho%20Yeom.pdf](http://www.koreaconsensus.org/Sboard/down/TB_board/A&A_2(2)%20Dongho%20Yeom.pdf) 2018年11月6日アクセス

15 ・FinancialSolutions 「日本銀行は保有国債の平均残存期間短期化を進める見通し」 (2018.9.3)

<http://fis.nri.co.jp/ja-JP/knowledge/commentary/2018/20180903.html>

2018年11月6日アクセス

20

25

30