

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」



R RITSUMEIKAN



立命館大学経済学部 松本朗ゼミナール

川添慶 木戸一斗 小寺史恭 杉原輝美 増田聖人

目次

第 1 章	中央銀行の資本市場介入をめぐる議論の整理	1
第 1 節	はじめに	1
第 2 節	資本市場と貨幣市場	1
第 3 節	中央銀行が資本市場に介入すべきでないとする論	3
第 4 節	中央銀行の資本市場への介入が妥当であるとする論	4
第 5 節	小括：二論に対する評価	5
第 2 章	日本銀行による金融政策と資本市場への介入の実際	7
第 1 節	日本における 2000 年代以降の超金融緩和政策の変遷と特徴	7
第 2 節	日本銀行の資本市場への介入と資産構成の変化	12
第 3 節	日銀による ETF 大量購入が及ぼす影響	16
第 4 節	現在の地方銀行の経済状況	20
参考文献	26

第1章 中央銀行の資本市場介入を巡る議論の整理

第1節 はじめに

- 5 中央銀行は、伝統的には貨幣市場の調整にのみ従事するものであり、資本市場に影響を与えてはならないとされていた。この考えは長期に渡って、また、世界中で正しいとされていたⁱ。しかし近年の日本銀行の政策は資本市場に直接介入している。そこで、中央銀行が資本市場に直接影響を与えることの是非について論ずる。

10 第2節 資本市場と貨幣市場

まず中央銀行の資本市場関与に対する是非を考える上で確認の意味を込めて、資本市場と貨幣市場とはそれぞれどのような定義であるか、どのような特徴があるか整理する。

- 15 資本市場とは、投資市場とも呼ばれ、設備資本の授受が行われる領域である。それに対して貨幣市場とは、経営資本の授受が行われる領域である。また、資本市場と貨幣市場を総じて信用市場といい、設備資本と経営資本を総じて貨幣資本という。資本市場には、長期貸付市場と新証券発行市場ならびに既発行証券売買市場とがある。前者は金融機関が長期貸し出しを行う市場であり、後者は株式、公社債の発行、売買市場である。ここでの後者を証券市場という。

- 20 設備資本とは、工場や機械、動力設備、交通施設などの固定的生産財それ自体または、その調達のために投ぜられる貨幣資本のことであり、投じた貨幣資本のうち一生産の配給過程で回収されるのはほんの一部であり、何度も繰り返すことで回収される。そのため、資本市場における資金は回収に一年以上要する長期資金の市場であるので、資本市場は長期金融市場といえる。

- 25 経営資本とは、完成の途上にある原料、半製品などの流動的生産財、在庫品として保蔵されている完成品、運送途中のものまたは、その調達のために投ぜられる貨幣資本のことであり、投じた貨幣資本が一生産の配給過程で回収される。そのため、貨幣市場における資金は短期資金であるため、短期金融市場といえる。

- 30 つまり、設備資本は、固定的生産設備の新設、拡張、改良に役立ち、経営資本は、固定的生産設備を維持しながら、生産、配給を円滑にする役割を持つ。換言すると、設備資本は生産力発展のためにあり、経営資本は生産力維持のためにある。また、設備資本は売上代金で

は回収できないため、原則として国民の貯蓄資金から賄わなければならない。経営資本は生産物の売上代金として回収されるため、一時待機中の資金で賄うことができる。銀行預金についていうと設備資本は貯蓄預金で賄い、経営資本は営業預金や所得預金から賄う。

5 第3節 中央銀行が資本市場に介入すべきでないとする論

伝統的に、中央銀行は短期金融市場である貨幣市場にのみ介入すべきもので、長期金融市場である資本市場には介入すべきでないとされていた。そこにはいくつかの理由が存在する。第一に、中央銀行が貨幣市場を統制すれば、自然的に資本市場にも効果が及ぶため

10 介入する必要がないという考えだ。理論上、貨幣市場と資本市場は密接な関係にあるため、中央銀行は直接的に資本市場を統制しなくても、貨幣市場さえ統制すれば自然的に効果が資本市場に波及すると考えられていた。

第二の理由は、中央銀行は不健全な投機につながるような資金を供給するべきではないという考え方に基づく。これは、資本市場が投機に結び付きやすいと考えられていたためである。さらに、日本銀行が証券市場に直接介入することは、日本銀行が大手銀行などの

15 保有する株式を直接買い取ることなどに相当する。しかし、速水総裁時代の日本銀行は株式を購入することはできないと考えており、「中央銀行は流動性を創出できるが資本は創出できない」としていた。つまり、中央銀行は資金を供給するのみであり、そこから資本を作るのは民間企業であるということである。

さらに、中央銀行として民間のリスクを肩代わりすることは、日銀資産の劣化を誘引し

20 日銀の本来の使命達成のための信頼すらも失いかねないと考えられていた。ひいては、日本銀行券の信用そのものの毀損にもつながりかねない。その上、日銀の山口泰副総裁は中央銀行が株式や社債の購入を拡大すると、これらの資産に発生した損失が国庫納付金の減少を通じて納税者の負担となって跳ね返る可能性があるとして述べていた。

第三の理由は、中央銀行は流動性保持の見地より資本市場に介入すべきでないというものである。銀行の流動性とは、債務に対して現金もしくは、容易に現金に変えられる資産を保有する度合いであり、要求払いや短期のものが占める割合が大きければ大きいほど大きい流動性が要求される。中央銀行は一般銀行よりも流動性の維持が必要であるといわれている。なぜなら、中央銀行の債務は、銀行券はもちろん預金も原則要求払いであるから

25 である。また、それに加えて中央銀行は市中銀行のように流動性を中央銀行に貸し付けを受けることで保持することは不可能であり、自力で流動性を維持しなければならない。さ

30

らに、市中銀行が貸出を要請すればそれに応えなければならない。いわば、中央銀行は一国金融界全体のために流動性を保たなければならない。

第四に、中央銀行の短期金融市場への介入は物価に影響を与える。一方、中央銀行が長期金融市場へ介入した場合は、民間銀行の売り上げや営業ばかりでなく、民間企業の中長期の業績にも影響を与える。だから、中央銀行は、経営資本を融通する貨幣市場つまり短期金融市場での金利操作を通じてそこに働きかけて経済の動向に影響を与え物価の安定を図っている。しかしながら一方、長期資金を必要とする設備投資に影響する長期金融市場への介入は、経済の構造を左右するため物価の安定を図る中央銀行政策の枠組みを逸脱していると考えられる。

10 以上のことが、中央銀行が資本市場に介入すべきでないと言われていた理由である。

第4節 中央銀行の資本市場介入が妥当であるとする論

一方で、前節の中央銀行が資本市場に介入すべきでないとする論への反論も存在する。ここでは、中央銀行の資本市場介入が妥当であるとする論を紹介する。

15 第一に、中央銀行が貨幣市場を統制すれば、資本市場にもその効果が及ぶという前節の第一の考えに対する反論がある。前述の通り、この二者に関係性があるのは確かであるといえる。しかし、現実には、資本市場利率の変動は貨幣市場利率に比べて著しく緩慢である。結果として、両市場の利率は乖離する。世界恐慌の際に、多くの国が不況対策として低金利政策を採用し貨幣市場利率の引き下げには成功した。しかしながら、これが投資につながることはなく、資本市場利率の下降は不十分であった。つまり、短期金融市場の利率を動かしても、長期金融市場の利率は動かすことはできないことが示された。このよう

20 に、中央銀行が貨幣市場を統制するだけでは、資本市場の統制は不十分であるといえる。前節では、第二の理由として、中央銀行は資金が不健全な投機に流用されないようにその業務を行うべきであるとしていた。さらに言えば、資本市場への投資は長期に渡り、その間に不測の事故等が生じることもあるため、銀行経営の立場からみると安全とは言えない。したがって、投機的で不安定な資本市場への介入を中央銀行が行うべきではないとされた。

25 30 しかしながら、不測の事故が起りかねないからといって、中央銀行の資本市場への介入が投機的であるとは言えない。アメリカで、短期資金である株主仲介人貸付が過度の投機を引き起こし、大恐慌の素因となったように、資本市場よりもむしろ貨幣市場の方が投機に結びつく傾向にある。

投機は資本市場に向かうべき生産資金を奪い、投資活動を阻害する。また、過度の投機は、金利を吊り上げるため、生産資金の調達をより困難にするという危険も持つ。仮に、資本市場資金が貨幣市場資金よりも投機に結び付く傾向にあるとしても、中央銀行は資本市場に不干渉であるのではなく、資本市場を統制して、不健全な投機を回避する必要がある。

第三の見解である中央銀行は流動性保持の見地より資本市場に介入すべきでないというものについて検討する。

ここで、なぜ中央銀行の資本市場介入が流動性保持に関わってくるのかというと、資本市場に対し貸し出された資金は長期に渡り回収されず、市場に流通するため、その間に兌換の要求があれば正貨準備率の低減を免れず、流動性を弱める。しかしこれは、金本位制

第5節 小括：二論に対する評価

ここで、中央銀行が資本市場に直接介入すべきでないとする論及びそれに対する反論について評価する。

まず、第一の理由について検討する。中央銀行の資本市場介入が妥当であるとする論で紹介されている通り、世界恐慌時は貨幣市場利率のみしか引き下げられなかった。しかし、今日の短期金融市場と長期資本市場における金利（利回り）決定の関係を示す理論（期待理論）によれば、長期金融市場金利（利回り）は、短期金融市場金利の将来予測の平均値で決まる。したがって、短期金融市場金利をコントロールし、かつ将来予測にコミットメントできれば、長期金融市場金利もコントロールできる。2001年以降日本銀行が採用している時間軸効果を狙った政策誘導は、短期金融市場金利から長期金融市場金利までフラットにゼロ金利にした。この点は次章で具体的に確認する。

次に第二の理由について検討する。中央銀行の資本市場介入が妥当であるとする論では投機を回避するために、資本市場を統制するべきであると述べていたが、それによって以下のような問題が発生する。

現在日本銀行は2%の物価目標達成の手段として、上場投資信託（ETF）購入などに

よって直接的な資本市場介入を行っているのだが、その継続により実質、日本銀行が大株主となっている。ここで、日本銀行が株主となることで企業のリスクを肩代わりしなければならない問題や、日本銀行が会社自体を支配する形になるという問題が生じる。また、日銀のETF購入は市場の株価形成をゆがめているという声もある。

- 5 日本銀行はETF購入を通じて日本株のリスクプレミアムⁱⁱを低下させれば他の参加者も積極的に株を購入し、2%の物価目標も達成可能と考えている。しかしながら実際は、日銀のETF買入れは必ずしもリスクプレミアムの低下にはつながっていない。なぜなら、投資家が日銀に続いて株を買うことをしなかったからである。また、日本銀行が購入したETFはいずれ売却しなければならないという問題もある。つまり、今後物価目標を
- 10 達成したとしても、後に新たな問題が生じ、解決に努めなければならなくなる。この内容は中央銀行が資本市場に介入すべきでないとする論の第四の理由にも重なるがこれについても具体的なことは次章で確認する。

- 次に第三の理由について検討する。ここで指摘されている流動性保持とは、上記で述べたように「債務に対して現金もしくは容易に現金に変えられる資産を保有する度合いであり、要求払いや短期のものが占める割合が大きければ…大きい流動性が要求される。」中央銀行券および中央銀行預け金は、債務である。したがって債務を保証する信用が求められる。この中央銀行券に対する信用の保持こそが、現代の「流動性保持」である。
- 15

- 資本市場に介入し、中央銀行券の対価として民間の資産を持つということは、資産価値の棄損、すなわち信用を喪失するリスクを負うことになる。仮に物価目標達成という大義
- 20 に基づいて資本市場から民間資産を買い取らなければならなかったとしても、中央銀行券の信用の維持という観点から資産保有規模やリスクの程度を評価する必要がある。

現在行われている物価目標達成のための資本市場介入は、中央銀行の本来の役割である物価の安定と乖離しているようには見えない。だからといって、中央銀行が資本市場に介入している政策を最善の選択であるとは、現段階では言い切れない。

- 25 第3節でも触れた通り、中央銀行が資本市場に介入する（言い換えれば、長期金利を誘導する）べきではないという第四の指摘がある。この問題は、異次元の金融緩和政策のもとにおける歴史的な長期金利誘導が経済構造にどのような影響を及ぼしたかを実際の経済状況の分析によって導き出される結論によって評価されるべきである。

- そこで、これまで検討してきた理論的指摘への評価をするために、次章では日本銀行の
- 30 2000年以降の金融政策の実態を分析し、検討を加えてゆく。

第二章 日本銀行による金融政策と資本市場への介入への実際

5 第1節 日本における2000年代以降の超金融緩和政策の変遷と特徴

日本銀行は1999年以降、空前の低金利政策を行い、それが伝統的金融政策から非伝統的金融政策へ移り変わるきっかけとなった。1999年以前、日銀は数回の公定歩合と誘導目標水準の引き下げを行ってきた。しかし、1997年後半に山一証券、北海道拓殖銀行、日本長期信用銀行、日本債券信用銀行が事実上の破綻をして、日本だけでなく海外にもアジア通貨危機による金融不安が生じてしまった。これをきっかけに、銀行と企業間の貸し渋りや物価下落（デフレ）の問題が発生した。日銀はこの経済状況を改善しようと、銀行や企業に十分な資金供給を行うことで需要を刺激し、景気回復と物価下落の回避を目的に実行された政策がゼロ金利政策であった。

次節からは、日本銀行による資本市場介入の実際を見ていくが、本節ではそれにあたって超金融緩和政策の変遷を整理する。それにあたって、ここではまず、超金融政策を大きく三つの時期に分けて述べていく。それは、速水総裁期の金融政策、白川総裁期の金融政策、黒田総裁期の金融政策である。

1-1 速水総裁時における第一期金融政策

日本銀行は1999年にゼロ金利政策を実施し、金融市場方針として無担保コールレートを可能な限り低く推移するように促すと決め、豊富で弾力的な資金供給を行うことになった。無担保コールレートはこの時金融市場調節の主たる操作目標であった。ゼロ金利政策の目的は、先行きデフレ圧力への対応と景気悪化を抑制するためである。

ゼロ金利政策は1年間導入され2000年に解除された。解除された背景は、景気が穏やかなながらも公共工事・IT需要によって回復傾向にあり、デフレ傾向が払拭されると判断されたところにあった。しかし、アメリカで発生したITバブル崩壊によって再び不況に陥った。これによって金融不安が高まり、2001年3月、日銀は再度ゼロ金利政策に戻るようになった。

1999年のゼロ金利政策の下では、金融機関は金利の付かない日銀当座預金を必要以上に持つためのコストがかからなかった。しかし、コールレートが0.25%に誘導されるとコストのかかる日銀当座預金を必要以上に持つインセンティブが無くなった。ゼロ金利政策が解

除されてからの日本の金融情勢は、翌日物コールレートが上昇することによって、日銀当座預金が減り、マネタリーベースの伸び率が下がった。これによって、金融面からのデフレ圧力が加わったと考えられるようになったこともゼロ金利政策への逆戻りの原因である。

2001年の金融政策変更では量的緩和政策が導入され、金融市場調節の主たる操作目標が、
5 無担保コールレートから日本銀行当座預金残高に変更された。短期金利ではなく、日銀当座預金残高などの量、つまりマネタリーベースに変更されたということが出来る。さらに、量的金融緩和政策の枠組みを「消費者物価指数（CPI）の前年比が安定的に0%以上となるまで継続する」という時間軸効果が導入された。

時間軸効果とは、「政策金利（短期金利）がほぼゼロ%にまで低下した場合でも、中央銀行
10 がゼロ金利を将来にわたり継続すると公約することで民間部門の将来の短期金利予想を低下させ、より長期の金利を低下させて、さらなる緩和政策を生み出す政策」（出所：<http://www.jsmeweb.org/ja/annual/pdf/07s/07s214-miyao.pdf>）と定義されている。

量的緩和政策が導入されて、無担保コールレートの変動は日銀による潤沢な資金供給と
補完貸付制度による金利上限のもとで、市場に委ねられることになった。補完貸付制度（ロ
ンバート型貸出制度）とは、金融機関が、日本銀行から公定歩合で短期資金を借りられると
いう制度である。この制度は2001年2月9日の金融政策決定会合で創設が決まり、同年3
15 月16日から導入がされた。2001年2月13日に、日本銀行は補完貸付制度の導入に先立って、公定歩合を年0.5%から年0.35%に引き下げ、同年3月1日に公定歩合を0.35%から年0.25%に引き下げた。さらには、金融調節の誘導目標として、短期金利の無担保コール
20 翌日物金利を年0.25%から年0.15%に引き下げた。補完貸付制度は、金融機関の資金調達を低金利で安定的に行わせる仕組みである。この制度には、短期市場金利が公定歩合よりも上昇させない効果があり、実質的に日本銀行が短期市場金利に上限を設ける仕組みである。日銀当座預金残高目標が4兆円から5兆円に増額され、無担保コールレートはこれまでの誘導目標である0.15%から大きく下回ったゼロ%付近で推移されると予測された。

25 さらに、長期国債の買い入れに関しては、日銀当座預金を円滑に供給するうえで必要とされる場合には増額されることになった。

2004年には日銀当座預金残高を35兆円にまで引き上げる目標を掲げた。2006年には量的緩和政策が解除された。量的緩和政策が解除されるとともに、金融市場調節の操作目標が、再び無担保コールレートに変更され、2007年には誘導目標が0.5%にまで引き上げられた。

30 1-2 白川総裁時における金融緩和政策（第二期金融緩和）

2010年には3つの措置からなる包括的な金融緩和政策を実施した。包括的な金融緩和政策とは、「市中に出回る資金の量を増やすための『量的緩和』と、機能が低下している金融市場を回復させるために日銀自身がリスクのある資産を直接買い入れる『信用緩和』の両方の性格を持ったもの」(出

5 所:https://www.smtb.jp/others/report/economy/stb/pdf/715_1.pdf)と定義されている。1つ目が「無担保コールレートを、0~0.1%程度で推移するように促す」と金融市場調節方針が定められた。2つ目が、日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」に基づいて、物価の安定が望める状況になったと判断するまで、ゼロ金利政策を継続していくことである。3つ目が、日本銀行は「資産買入等の基金」を通じて、資金の貸付(固定金利方式の共通担保

10 資金供給オペレーション)および資産の買い入れ(長期国債、短期国債、CP、社債、ETF、J-REITなど)を行った。基金規模を、買入資産と固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションとを合わせて35兆円程度とした。

2011年には東日本大震災発生後の金融市場の安全確保のため、潤沢な資金供給を行った。さらにはリスク性資産を中心に資産買い入れ額を5兆円増やした。資産買入等の基金を50

15 兆円から55兆円に5兆円程度増額し、金融緩和を強化することを金融政策決定会合において決められ、長期国債を対象にした。

1-3 黒田総裁時における第三次金融政策

2013年に量的・質的金融緩和が始まり、この政策は2%の物価安定目標について2年で実現を目指すものである。この背景には、日本銀行の金融政策の理念の「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」から、物価の安定性が経済活動や国民経済の基盤になっていることである。

20

まずは、量的な面から述べていく。操作目標は無担保コールレートからマネタリーベースに変更され、長期国債、ETF、J-REITの買い入れが拡大した。日銀は、金融市場調節の操作目標無担保コールレート翌日物からマネタリーベース、つまり金利から量に変更し、マネタリーベース年60~70兆円増加させることを決めた。2012年のマネタリーベースは138兆円

25 だった。しかし、2013年には200兆円、2014年には270兆円になり、約2倍の量である。マネタリーベースの増加手段として、日本銀行が長期国債の保有残高を年50兆円ペースで増加するように買い入れた。当座預金残高を増やすことは、金融機関が自由に使えるお金の量が増えるということである。実際、長期国債の保有残高は2012年には89兆円、2014年

30 には190兆円になり、2倍以上の量である。

次に、質的な面を述べていく。日銀は、買い入れ対象を超長期 40 年債を含めて拡大し、さらには買い入れの平均残存期間を 3 年から 7 年に延長した。これは、短期金利だけでなく、イールドカーブ全体の金利を低下させることによって、経済・物価への影響を強め、つまりデフレ脱却を目指すためであった。

5 2010 年の包括的金融緩和政策で採られていた資産買入等の基金を廃止し、長期国債の買い入れ方式を採った。さらに、先行き買い入れ目標を年 50 兆円という国債保有残高増加分で表すことになった。これらの背景は、複雑な金融政策の仕組みを伝えることよりも理解のしやすさを重視することで、金融緩和政策の意図が真っ直ぐ市場に伝わり、最適な方法だと判断したことにある。

10 量的・質的金融緩和は、3つの経路を通じて経済や物価に波及する。1つ目は、長期国債、ETF、J-REIT の買い入れが長期金利低下を促し、資産価格のプレミアムに働きかける効果を持っていることである。2つ目は、日銀による大量の長期国債買い入れによって、長期国債を運用していた投資家や金融機関が、リスク資産へ運用をシフトさせたり、貸出を増やしたりする可能性があることである。3つ目は、物価安定目標の早期実現を約束して、次元の異なる金融緩和を継続することで、市場や経済主体の期待を本質的に転換、つまりデフレ期待の払拭の効果が見込まれることである。

さらに 2016 年 1 月にはマイナス金利付き量的・質的金融緩和、同年 9 月には長短金利操作付き量的・質的金融緩和が実施され、これらは量的・質的金融緩和を強化・発展させたものである。

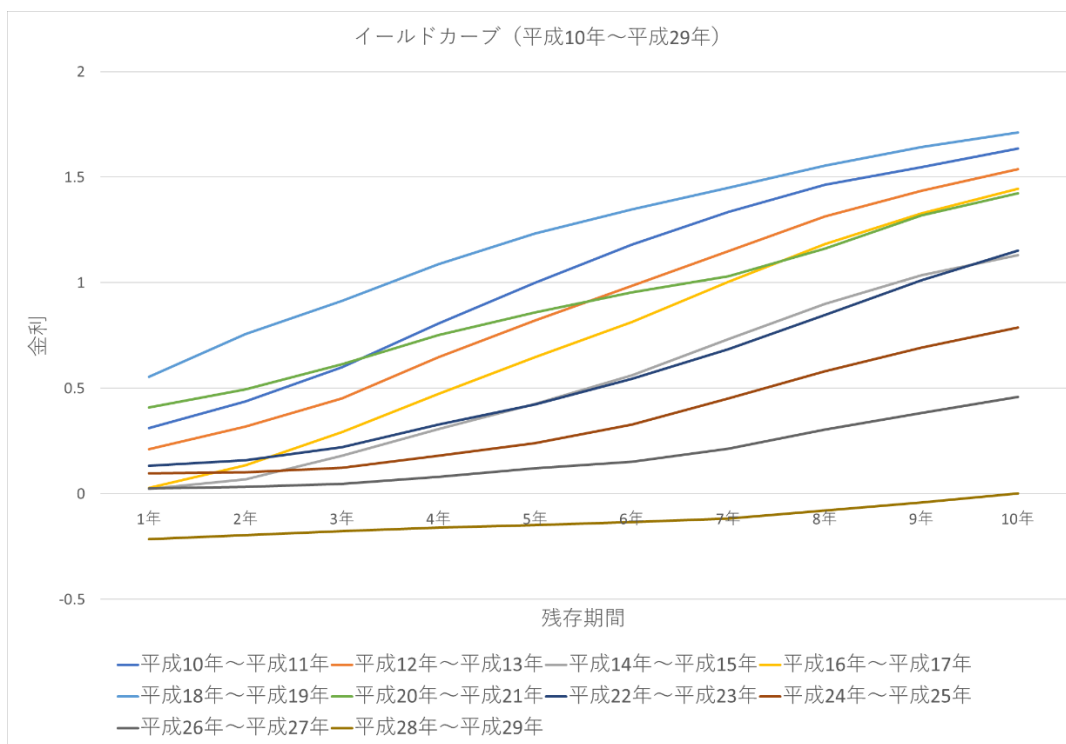
20 マイナス金利付き量的質的緩和政策とは、2%の物価安定の目標を可能な限り早期に実現させるため、従来の次元である量・質に金利を加えた 3つの次元の緩和政策のことである。金利に関して、金融機関が保有する日銀当座預金にマイナス金利 (0.1%) を適用し、必要に応じて金利が下げられることもある。量に関して、マネタリーベースが年 80 兆円のペースで増額するように金融市場調節を行う。質に関しては 3つに分けられる。1つ目が、長期国債を、保有残高が年 80 兆円のペースで増加するように買い入れを行い、買入れ平均残存期間を 7~10 年程度にした。2つ目が、ETF の保有残高が年 3 兆円、J-REIT の保有残高が年 900 兆円のペースで増加するような買入れを行うことである。3つ目が、CP 等の残高を 2.2 兆円、社債等の残高を 3.2 兆円に維持することである。

30 長短金利操作付き量的・質的金融緩和とは、金融市場調節によって長短金利操作を行うイールドカーブ・コントロールと、2%の物価安定の目標を安定して超えられるまでマネタリー

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の 2 つの要素で構成されている。

- 5 イールドカーブ・コントロールが導入された背景には、日銀当座預金へのマイナス金利適用と、長期国債買入れの組み合わせが有効であったため、さらなる手段として、長短金利操作を円滑に行うための新たな手段として導入されたことにある。金融市場調節方針によれば、短期金利に関しては、日銀当座預金のうち政策金利残高にマイナス金利 (0.1%) を適用した。長期金利に関しては、10 年物国債金利がゼロ%で推移するような国債買入れを行うとされた。

イールドカーブの統計データから推測されることを述べていく。



10

上の図は、財務省、国債金利情報、過去の金利情報(昭和 49 年(1974 年～)より作成した。イールドカーブとは、縦軸に最終利回り、横軸に債券の残存期間を取ったグラフ上に、債券の最終利回りと残存期間に対応する点をつないだ線のこと、残存期間の長短による利回り格差を分析するために利用する。代表的なものが国債イールドカーブである。

15

平成 24 年 (2012 年) からイールドカーブがフラット化していることが分かる。これは、2013 年に導入された量的・質的金融緩和政策による日銀による長期国債の大量の購入による影響だと考えられる。この時期から、本格的に資本市場が貨幣市場に介入してきたと推測できる。

第2節 日本銀行の資本市場への介入と資産構成の変化について

日本銀行は、「短期金利および長期金利操作による量的・質的金融緩和政策」の一環として今までにない大規模な国債買入れとリスク性資産の買入れを行っている。ここでは、このよ

5 うな異次元の金融緩和政策がどのように日銀の資産構成に影響を与えるかを論ずる。

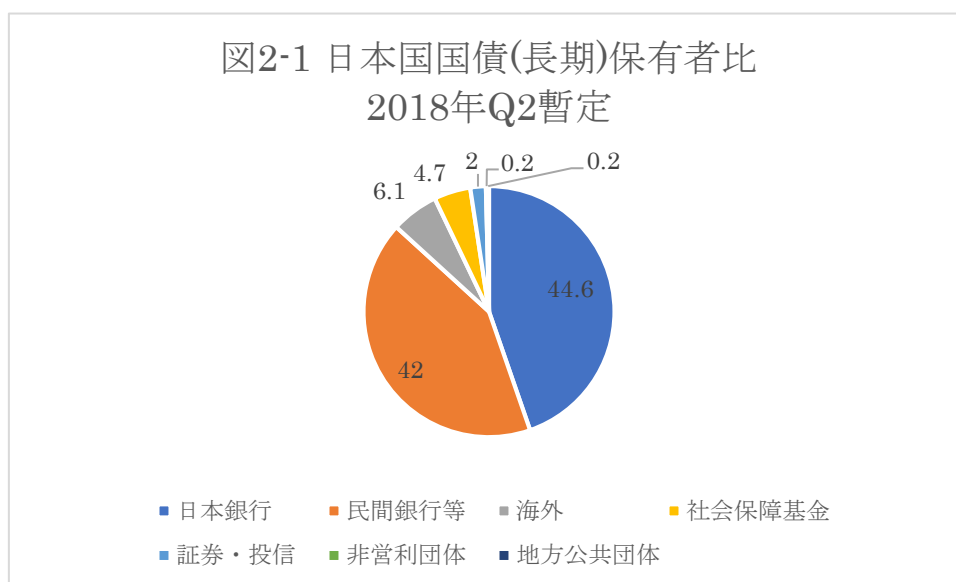
2-1 大規模な国債買入れについて

「量的緩和」とは、ベース・マネーや中央銀行当座預金など中央銀行の負債を増やすことを操作目標とする政策である。量的緩和の元では、中央銀行は通貨集計量を増やすことに専念する一方、市場のリスクを吸収する事を目的としていない。したがって、量的緩和の政策手

10 段は、無リスク資産である国債の多額の買いオペという形をとることが多い。そのため量的緩和を行う中央銀行のバランスシートの資産側では国債が急速に積み上がる。

日本銀行は、国債買入オペを通じて、「長めの市場金利の低下と各種リスク・プレミアムの縮小を促進し、金融緩和の効果を一段と強力に推進する」と主張している。この主張のもとでは、物価目標を明示する「非伝統的」な時間軸政策も、伝統的な金利を通じた波及効果と

15 考えられている。しかし、日銀がこのような金融緩和を促進すればするほど、国債買入れ額は増加し財政からの独立性が損なわれる。



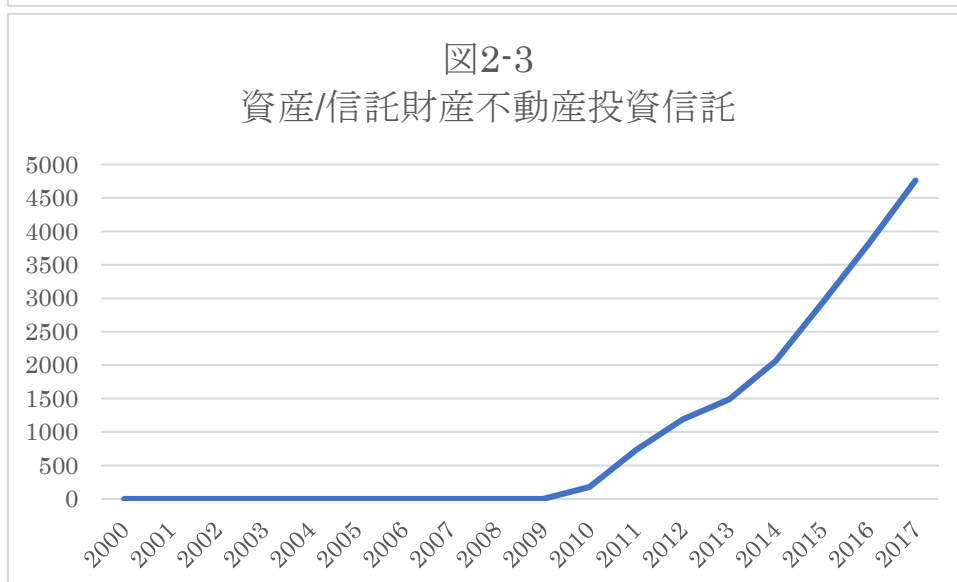
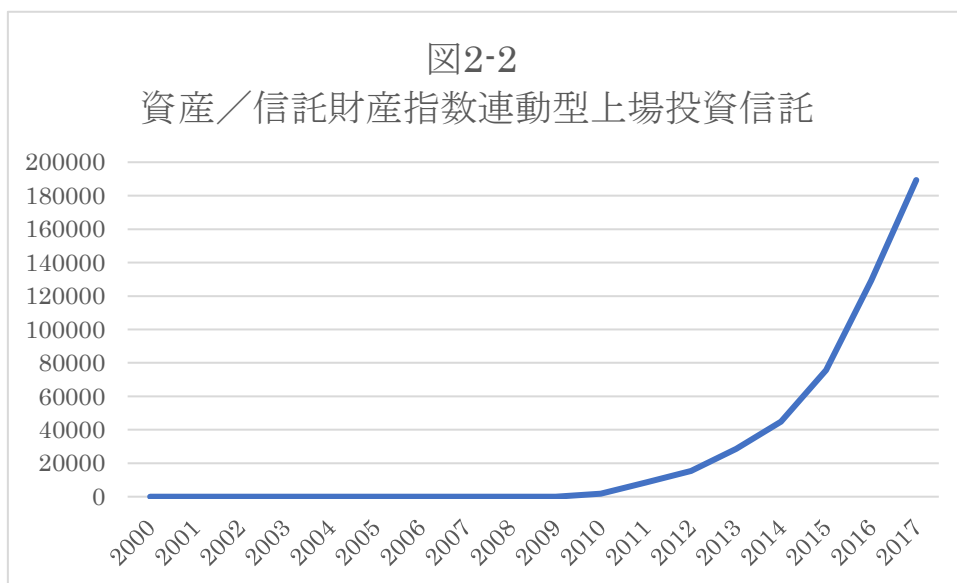
原資料 日本銀行 HP <http://www.boj.or.jp/statistics/sj/index.htm/>

20 一方でデフレが続く限り、日本銀行はこのような金融緩和政策を続けなければならない。他方で、日本政府が赤字財政を拡大し続ける限り、国債の市場への供給は続く。日本銀行は

金利を押さえ込むために、国債の買いオペを止められない。

2-2 リスク性資産の買入れについて

- 日銀は量的緩和とともに質的緩和を行うことを主張している。「質的緩和」とは、長期国債、株式、社債など、中央銀行が伝統的金融政策のもとでは買いオペの対象としない資産を
- 5 買入れる政策を指す。主眼は、市場のリスクを中央銀行自らのバランスシートに吸収することで、各種資産価格のリスク・プレミアムを抑えることにある。たとえば、中央銀行は長期国債の買いオペによって金利リスク、また社債の買いオペによって信用リスクや流動性リスクを市場から一定程度吸収できる。その結果、中央銀行は長期金利や資産価格の安定化と同時に、市場の価格発見機能の向上に貢献できる。
- 10 2010年10月、日本銀行は包括的金融緩和政策の一環として「資産買入等の基金」の創設を決めた。包括的金融緩和政策においては、各種リスク・プレミアムの縮小を促すことを目標として掲げられ、この目標に従って基金は国債やCP、社債等のほか所定の条件を満たすETFおよびJ-REITの買入れにあてることができるものとした。リスク・プレミアムの縮小を目的としてETFおよびJ-REITを buy 入れることは、資金を供給するためではなく資産
- 15 価格に直接影響を与えることを狙いとしていると解釈できる。これは日本銀行の政策としては異例であり、2010年10月5日付で公表された『『包括的な金融緩和政策』の実施について』においても、「特に、リスク・プレミアムの縮小を促すための金融資産の買入れは、異例性が強い」と記されている。そして同年12月より、ETFおよびJ-REITの買入れを開始した。
- 20 2013年3月に黒田総裁が就任した直後、同年4月に日本銀行は量的・質的金融緩和政策の導入を公表した。同政策においては、操作目標をコール・レートからマネタリーベースに変更し、マネタリーベースを2年間で2倍に拡大するものとした。またETFおよびJ-REITの保有額も同様に2年間で2倍に増加させることを目標とし、ETFの買入れ額を年間約1兆円、J-REITの買入れ額を年間約300億円に増加させることもうたわれていた。



原資料 日本銀行 HP <https://www.boj.or.jp/statistics/index.htm/>

- 5 2014年10月には年間の買入残高が3兆円へと増額された。この後、買入対象の拡大が図られ、同年11月にはJPX日経インデックス400に連動するETFが追加され、2016年3月には3000億円の投資枠が増額され、設備・人材投資に積極的な企業に投資するETFの購入へ向けられる（年間の買入残高は3兆3000億円へと増額）こととなった。2016年7月には大きな変化があり、年間の買入残高は6兆円へと増額され、同年9月には年間買入枠6
- 10 兆円の配分が見直され、新ルールのもとで運用されることとなった。新ルールはTOPIXに連動するETFに2.7兆円、残る3兆円は3指数に連動するETFへ時価総額比例配分という形となっている。2016年9月までの旧ルールでは、買入対象である日経平均株価、TOPIX、

JPX 日経インデックス 400 のそれぞれの時価総額に概ね比例する形で買入がおこなわれた。

- 時価総額比例とは、それぞれの 指数に連動する ETF の時価総額に基づいて、時価総額に比例する形で日本銀行が購入するというものであり、時価総額が大きい指数の ETF がより多く買われてきた。この時価総額に基づいた比例配分では、日経平均株価に連動する ETF に
- 5 過半が振り分けられたため、同指数に連動する ETF の保有が大きくなりすぎるという問題が生じた。2016 年 10 月から運用が開始された新ルールでは、TOPIX に連動する ETF をより多く購入することが政策として決定された。総額 6 兆円の買入枠のうち、約 7 割が TOPIX に連動する ETF の購入に振り分けられることになった。

- 公式な見解は公表されていないが、新旧ルール入れ替えの背景には、日経平均株価指数の
- 10 算出方法に関連する問題や日経平均を構成する銘柄に関する問題等が関連していると考えられる。現在では ETF の保有時価総額は約 20 兆円となり、ETF 市場の 75%を締めている。

また J-RIET においては、日本銀行は、J-RIET 買入の対象について、2010 年 11 月に公表した「指数連動型上場投資信託・不動産投資信託買入等の概要」の中で、次の条件を定めている。

- 15 1. 不動産投資信託 (J-REIT) であって、AA 格相当以上のもので、信用力その他に問題のないもの

2. 不動産投資信託 (J-REIT) については、取引所で売買の成立した日数が年間 200 日以上あり、かつ年間の売買の累計額が 200 億円以上であること

- その後、日本銀行が 2013 年に公表した (その後 2014 年と 2016 年に改定)「指数連動型上場
- 20 投資信託受益権等買入等基本要領」では、買入対象を①当該投資口を発行する投資法人の債務が、「適格担保取扱基本要領」に定める適格担保基準を満たすものであること、②また、原則として、金融商品取引所において売買の成立した日数が年間 200 日以上あり、かつ当該金融商品取引所で行われた年間の売買の累計額が 200 億円以上であることと定めて現在、保有残高は 4,500 億円を超えた。

25 2-3 小括

日本銀行の場合、最も有力な出口戦略は、膨大に積み上がった日本銀行当座預金の金利引き上げである。そのため出口では、日本銀行から金融機関への利払い額が急増する。また、マイナス金利付き量的・質的金融緩和のもと、日本銀行は額面を大きく上回る価格で多額の国債買いオペを行っているため、国債を満期まで保有すると償還損が日本銀行に発生する。

- 30 さらに、可能性は小さいが、日本銀行が出口で保有国債の売りオペ(量的引き締め)に踏み切

る事になれば、出口では金利が上がっているはずなので、日本銀行は多額の売却損にも直面する。以上の結果、出口で日本銀行の自己資本が毀損する恐れがある。ただし中央銀行は、支払完了性のある決済手段である通貨すなわちベース・マネーを自らの負債として発行できる唯一の機関である。そのため中央銀行の自己資本をどの程度重要視するかについては

5 意見が分かれる。

第3節 日銀によるETF大量購入が及ぼす影響

3-1 ETFとは

10 日銀は資産買入基金として国債や社債、ETF、J-REITを購入するための資金を用意している。ETFとは、Exchange Traded Fundsの略称であり特定の指数、例えば日経平均株価や東証株価指数（TOPIX）等の動きに連動する運用成果をめざし、東京証券取引所などの金融商品取引所に上場している投資信託である。債権やREITなどに連動するものもある。

15 日銀によるETFの大量購入は需給を支えることで株式相場を安定させ日本投資家を中心に日本株の投資を高めるメリットがある。しかし一方、株式市場の価格形成、株主構成に与える影響やそもそもの日銀の純資産に与える影響などが考えられる点として挙げられる。

この資産買入基金は2010年10月に金融緩和を契機に創設された。基金の総額は35兆円から始まった。初期の買い入れ対象は日経平均株価とTOPIXに連動するもので、買い入れ期間は約1年であり限度額は0.45兆円程であった。創設された翌年には東日本大震災が

20 起こり、より一層の景気後退、デフレが進むと考えられた対応策として金融緩和が強化された。2011年3月には5兆円増額され、同年8月、10月にも増額され2012年4月末の時点で資産買入基金は70兆円規模にまで大きくなった。ETFの買い入れ期間は延長され限度額も引き上げられていった。「量的・質的金融緩和」が施行されたときに短期金利からマネタリーベースに金融市場調節の操作目標が変更されることに伴いこの資産買入基金は廃止

25 された。しかし長期国債、ETFの保有額を2年で2倍にすることとなった。ETFについては年間1兆円のペースで購入されることになった。2014年には追加金融緩和がなされETFの買い入れペースは年間約3兆円となりJPX日経インデックス400の連動したものも加えられた。翌年夏以降、新興国を中心とする海外経済の減速という外的要因に加え、日本経済の回復が遅いことより市場はさらに金融緩和を求める様相が強まった。その後も様々な経

30 済情勢や金融市場での出来事が重なり日銀によるETF買い入れは年間約6兆円という大規

模な金額に膨張した。

3-2 ETF 買い入れの変遷

年ベースで日本株の投資部門別の売買動向を見ると、公的年金などを含む買い入れをした信託銀行が最大の買い手であった。その買い越し金額は 4.3 兆円である。次に、自社株買
5 いを含む事業法人が 3.7 兆円の買い越しである。一方、売り圧力も強く、海外投資家や個人投資家などが売り越している。その結果、信託銀行と事業法人とが相殺関係になっている。その上で日銀が ETF を 3 兆円買い入れた。2016 年に関しても大きな変化は見られず日銀の年間買い入れペースの 6 兆円は日本株の売り圧力に対する大きな抵抗力になっている。

また、年間の買い入れ金額に加え、1 日の買い入れの金額やタイミングも日本株の下値を
10 支える効果に表れている。日銀の買い入れは金融政策の変遷に伴い変化してきた。(表 1) 2013 年 4 月に量的・質的金融緩和が導入されてからは 1 日当たりの平均買い入れ額は以前と比較した場合減少しているものの、買い入れの頻度が多くなっている。2014 年 10 月と 2016 年 7 月の追加緩和に伴い買い入れ頻度は大きく増えることはなかった。しかし、買い入れ金額は顕著に増加した。具体的に見てみると、2014 年 10 月までは月間平均買い入れ
15 日数が 2.4 日だったものが同年同月以降は 6.0 日に増加している。追って 2016 年になされた追加緩和以降は 7.3 日まで増加している。同じくして、一日の平均買い入れ金額は 2014 年 10 月以前では 229 億円であったものが 349 億円、2016 年以降には 675 億円にまで膨れ上がっており、量的・質的金融緩和導入後に比べ 4 倍以上となっている。

表 1

	月間平均買い入れ日数 (日)	1 日当たり平均買い入れ金額 (億円)	買い入れ日の前場平均騰落率 (%)	買い入れ日の平均騰落率 (%)
ETF 買い入れ開始～QQE 導入	2.4	229	▲1.7	▲1.8
QQE 導入～追加緩和 ETF 買い入れ年 3 兆円	6	157	▲1.1	▲1.2
追加緩和～追加緩和 ETF 買い	7.3	349	▲1.1	▲1.1

入れ年6兆円				
追加緩和～ 2016/9月末	7.5	675	▲0.6	▲0.4

(原資料) 日銀、QUEST、みずほ総合研究所

株式相場への影響を抑制するため、1日あたりに買い入れ額は調整されていると考えられるが、東証1部の売買代金、約2兆円の4%程度を占める規模である。買い入れのタイミングは前場の株式市場の動向を踏まえ、後場に買い入れを行うケースが多いとされる。買い入れが実施された日の前場の日経平均株価の騰落率を見ると、実際にはおおそ下落局面で買い入れを行っていることがわかる。下落しすぎないようにタイミングを見計らって買い入れを行っている」と推察される。また、買い入れ日の前場の平均騰落率のマイナス幅は縮小傾向にあり、買い入れのハードルが下がっていると読み取れる。さらにその後の騰落率を見ると前場の騰落率から持ち直す傾向にあり、日銀による買い入れは株価を下支えしていると言えるだろう。実際、2016年7月末の追加緩和後の8月から9月末日の間に前場の日経平均株価の騰落率がマイナスであった営業日が22日あったが、その内16日で買い入れを行っている。その他の6日間の内、5日間で引け後の下落率が拡大しており、日銀の買い入れ動向次第で相場の方向感が決定されているという現状もある。

日銀が行っている買い入れによる動向を見ると、特に下落局面でのサポートが目立つ。また、下支えすることで株価が安定し家計や、企業の心理的な支えとなっており、国内外投資家の日本株への投資を増進させることができ日本経済にとってポジティブな影響を与えていると言える。しかしながら、黒田日銀総裁が「長期金利が1%上昇したら、日銀が保有する国債の評価損が23兆円程度に達する」と述べている。2%上昇すれば評価損は46兆円にもなる。この金額は決して見過ごすことができるものではない。「日銀のバランスシート(16年9月中間期)に記載された自己資本(資本勘定、引当金勘定)は7兆6764億円だ。この数字を超える負債を抱えると債務超過となり、市場は倒産予備軍と判断する」(日刊現代デジタルより引用)。実損に結びついていないだけであり常に危険を孕ませている状況もネガティブな一面として挙げられる。

3-3 ETF 大量購入によって考えられる影響

3-3-1 価格形成への影響

日銀の大規模な買い入れで出てきているのは決していい点ばかりではない。一方で、上でも述べたように需給において大きなサポートになっている。しかし、価格形成における問題は、価格形成を歪める点である。この問題の原因は大きく2つに分けられる。1つ目は日銀が「売らない投資主体」であることである。今行われている金融緩和政策が出口に向かうとともに保有する株式は徐々に売却されていくことが予想されるが、現在の日本の景気の回復スピードの緩慢さを鑑みれば、金融緩和の長期化は不可避な状況である。通常の投資家ならば保有する株の企業の業績が悪化すると予想すれば株式を速やかに売却するだろう。しかしながら日銀は長期にわたって買い入れた株式を保有し続けるため企業の業績に対して割高な株価が維持され、株式市場の価格調整機能が低下する可能性がある。価格調整機能の低下が長期にわたった場合、日銀が政策転換などによって株価を調整する時に大幅に調整が行われるリスクが懸念される。

3-3-2 流動性の問題

日銀が行う大規模なETFの買い入れによって生じる問題点として、一部浮動株の少ない銘柄や日銀の買い入れ金額の大きい銘柄で流動性が低下するという点が挙げられる。①ETFを買い始めた2010年11月から2016年9月まで、ETFの銘柄ごとの時価総額に比例して買い入れられたと推定し、②TOPIX採用銘柄の日銀の保有残高を計算してみる。そうすると、高い銘柄では日銀の間接的な保有比率は20%にもなっている。それ以外にもその比率が10%を超えるものは、20銘柄程あると推計される。これらの銘柄には日本平均株価への寄与度の大きいものが多く含まれる。これまでの買い入れによってこれら銘柄には相対的に大きな金額が流入しており、日銀の浮動株保有比率の上昇ペースが速まったと予測される。

買い入れ方法の変更により保有比率の上昇ペースは減速すると考えられる。しかし、日銀の保有比率が維持されることには変わりない。また、日銀の保有比率が高い銘柄の中には日経平均株価の採用銘柄ではないものの、TOPIXで採用されている浮動株比率の低い銘柄も含まれる。これらの日銀保有比率の高い銘柄は、今後流動性が低下した場合、一部投資家の売買によって価格が大きく変動するリスクを孕む。

3-3-3 株主構成に与える影響

次に挙げられる問題として株主構成が挙げられる。具体的には日銀のETFを通じた株式保有比率が高い企業が増加し、株主構成が偏ることに加え、企業のコーポレートガバナンス機能が低下するのではないかということである。日銀が民進党議員に対して提出したとき

れる資料によると、日銀が保有する株式のなかで日経平均採用銘柄のうち間接的な株式保有比率が10%以上のものが25銘柄あり、5%以上10%未満のものも64銘柄あるとされている。今後も変わらないペースで買い入れを続けた場合、日銀が主要株主となる銘柄は増加していきと考えられる。株主の偏りが生まれると議決権の行使を含めた企業と株主の対話

5 に歪みが生じる。さらに年間6兆円のペースで株の買い入れを続けていった場合、2018年末には30兆円弱の日本株の保有主体となる。

第4節 日銀の市場介入による地方銀行への影響と考察

第1章の第3節、第5節では日本銀行が長期金利に介入すれば、民間企業の中長期的業績に影響を与える点、経済構造を左右する為、物価の安定を図る中央銀行の政策を逸脱する

10 点を述べた。現在アベノミクスによる異次元の金融緩和策が行われている一方で、地方の企業や家計の経済活動を支える地方銀行の経営状況は芳しいとは言えない。そこで本章では、近年における異次元の金融緩和策の内容と共に、地方の経済状況を見る上で一つの指針となる地方銀行の経済状況と照らし合わせた上で、この異次元の金融緩和策の是非を論ずる。

4-1 現在の地方銀行の経済状況

15 近年における地方銀行の収益を見ていく。貸出金利息は、図4-1から見るように年々低下を続けている。更に図4-2の貸出金の推移を見てみると、徐々に増加はしているが依然として横ばいに近い動きを見せている。貸出金の内訳では、多くの銀行でアパートやマンション、不動産向けの融資が増加している。人口減少が進む中、長短の金利差を期待し、担保や保証に依存をし続けるビジネスモデルの維持は可能なのか懸念される。一方、預金量も貸出金と

20 同様に増加はしているものの、同じような推移であると解釈できる。このことから、低金利の状態の上資金需要が増えることがあまりなく、貸出金が伸び悩むことで、地方銀行の貸出収益の低下を招いていることが分かる。先述したイールドカーブ動きから分かるように、金融緩和策の一環として行われてきた長期金利の低下によって、国債などの利ざや縮小が見られる。そして既存の金利の高い貸出の償還などが、新規の低金利の償還に将来的に置き換

25 わる可能性があることも十分に注意すべきである。新規の貸出に伸び悩む地方銀行にとって、収益の低下は免れないと考える。

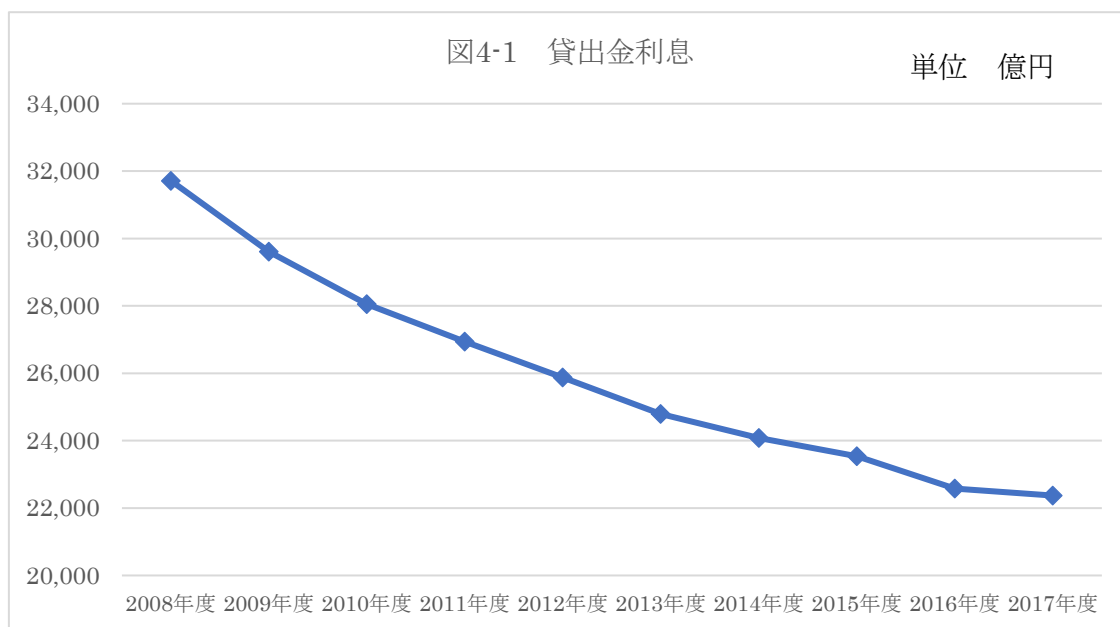
貸出金利息が下がる一方で図4-7から資金運用収益のうち、有価証券利息配当金の割合が増加している。預貸率の低下に伴い、有価証券による収益に依存を始めているという見解もあり、リスクテイクに見合った運用態勢が重要視されている。しかしながら、当期純利益

30 を確保するために投資信託の解約金や債券・株式の売却益に大きく依存する事例や、利息配

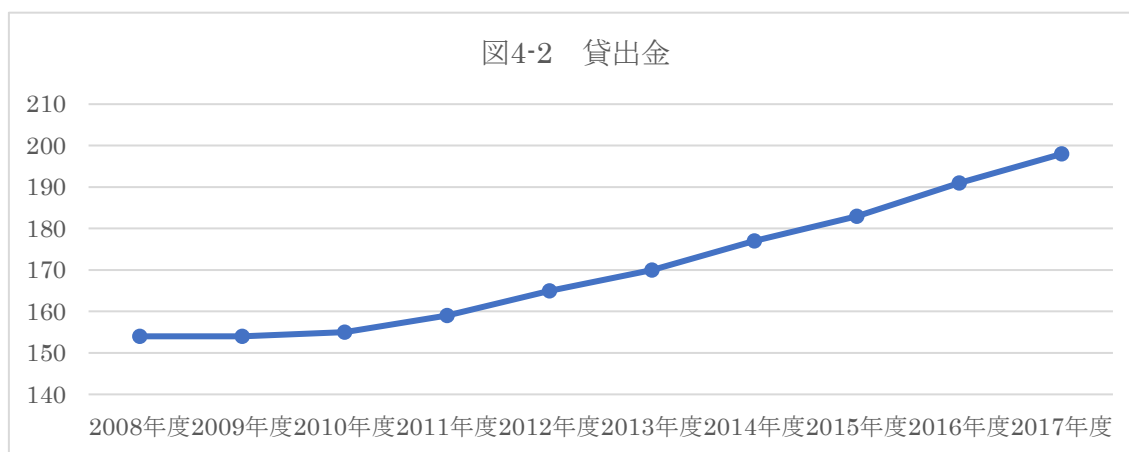
当金を確保するため、将来的に市場環境の変化によっては大きなリスクを抱える可能性を十分に考慮せず、残存期間の極めて長い債券や投資信託への投資を拡大させ、金利リスクなどを増加させる事例も存在している。地方銀行は、メガバンクなどの大規模な金融機関とは異なり、含み益や自己資本に十分な余力が認められない。近年の市場介入をしている金融政策により、将来的に市場が急変し、損失が顕在化すれば現在の経営状況より更に事態を悪化させる可能生があることを十分に考慮し経営をせざるを得ない状況に陥っている。そしてこの有価証券の運用による利益に依存する経営方式は、本来銀行の資金余剰主体から不足主体への資金の再配分を行うという金融の重要な役割を毀損しているのではないかと考える。

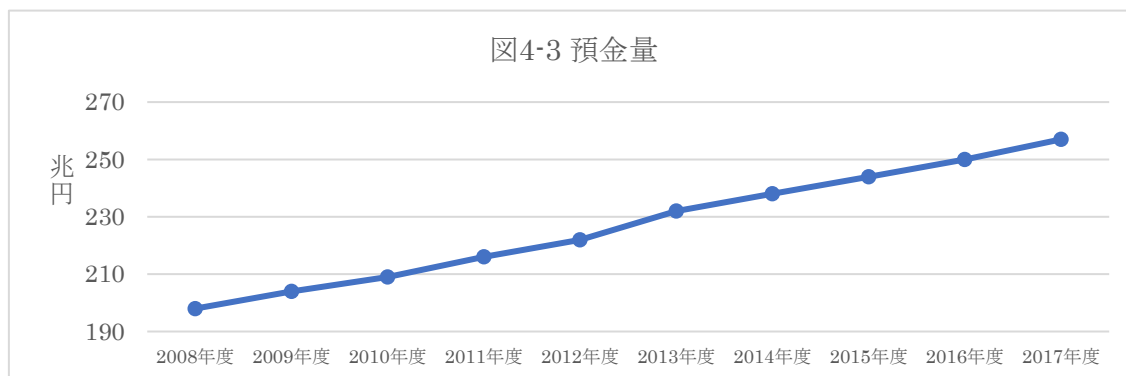
5

10



原資料 全国地方銀行協会平成 28 年度決算





5 4-2 第二次安倍政権の金融政策

2012 年の 12 月の発足した第二次安倍政権の金融政策は、異次元の金融緩和策とも呼ばれ、「量的・質的緩和の継続」「マネタリーベースの大幅な増加」「長期国債の買入の拡大と年期の長期化」「ETF の及び J-REIT の買入増大」といった政策を打ち出した。本章では、諸政策の評価ではなく、地方銀行の経済状況と照らし合わせた上で、どのような影響があったのかを述べる。

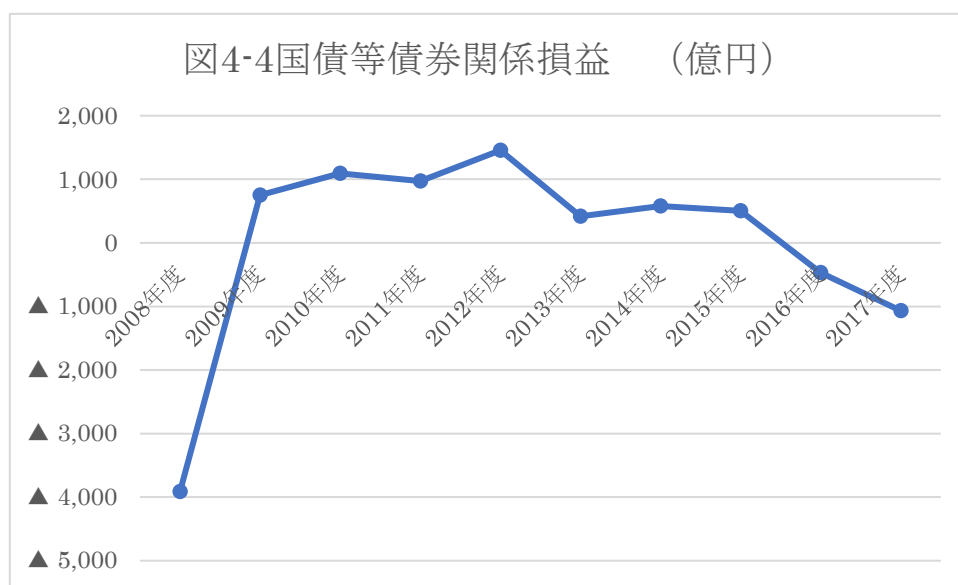
先述の貸出が徐々に伸びている中、貸出金利息が低下する状態にはマイナス金利が関連している。2016 年の初頭にマイナス金利が導入され、地方銀行はその資金をいかに運用するか選択を迫られた。多くの地方銀行で貸出量を増加させることを目的に、貸出金利を下げることとなった。しかしながら資金需要は多くはなく、貸出が大きく増えることはなかった。

図 4-4 の経常利益から判断すると、マイナス金利導入後の地方銀行の経常利益は導入前年に比べ、大幅に低下している。収益が低下すると、銀行のリスクテイク能力が下がり、地方経済の停滞を招く。それにより更に収益が下がるといった「負のスパイラル」に陥ってしまう。地方銀行の体力が落ちてきていると考えるのが妥当なのではないだろうか。

第 2 にイールドカーブ操作による低下、すなわち長期金利の低下による影響である。日銀は 2013 年から国債の買い入れを大量に行ってきた。地方銀行にとって国債とは資金運用の大切な部分であり、収入源である。ここで 2016 年の国債等債券関係損益を見てほしい。前年とは異なり、損益を被っている。2016 年には、マイナス金利付き量的質的緩和の導入により一時、10 年債利回りがマイナスにまで落ち込んだ。ゼロフラットに近い状態で金利が留まっていることから利回りがほとんどないと言った状況である。現状のままでは、国債

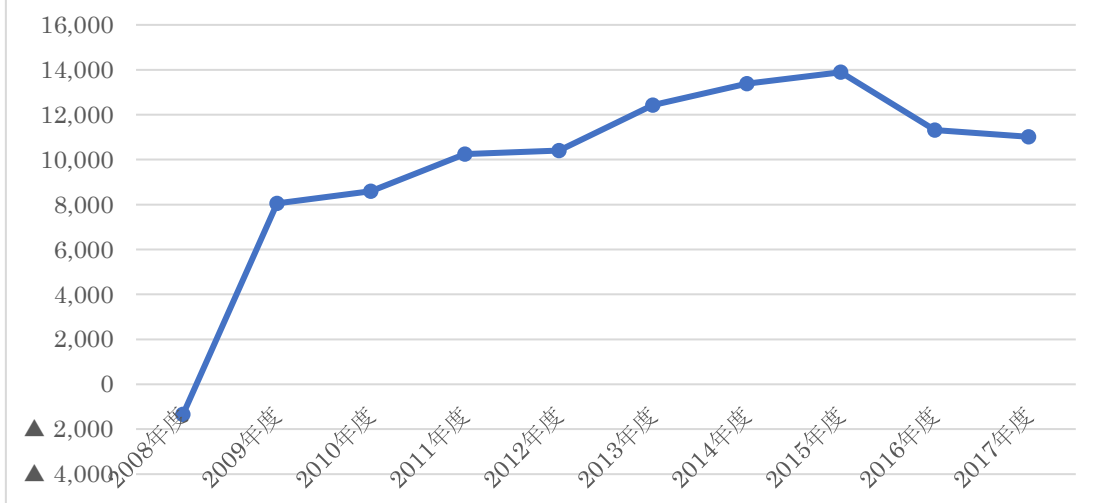
による資金運用を維持、拡大していくことは極めて困難だと言える。

- こういったアベノミクスの不自然な金利低下を招いている金融緩和策により、地方銀行の経営状況は次第に悪化してきている。こういった流れの中で、無理な資金運用により不正融資を行ったスルガ銀行は記憶に新しい。スルガ銀行は、個人向け融資に重点を置き、マンションやアパートといった不動産向けの融資をハイリスクにも関わらず続けてきた。行内の雰囲気も要因の一つとされてはいるものの、やはり貸出による収益より融資による収益に重点を置かざるを得ない状態での経営には限界がある。返済能力に問題のある個人に対しても信用情報の書類を改ざんしてでも融資をして、金融庁から数ヶ月間の一部業務停止命令をくださった。ある意味では現在の日本経済の被害者であるのではないかと感じる。このままこの超低金利状態を維持し続ければ、スルガ銀行のように地方経済において重要な金融機関である地方銀行の存続は厳しいものになると考えている。



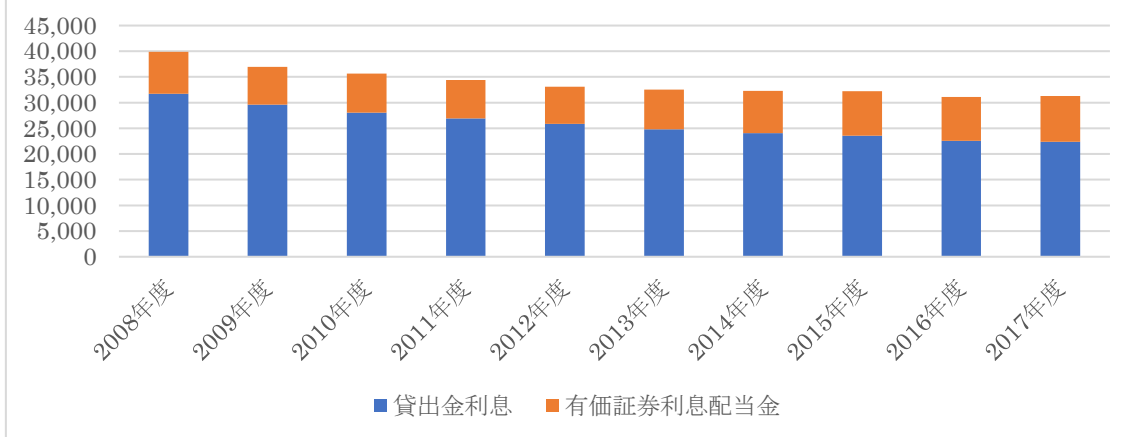
原資料 全国地方銀行協会平成 28 年度決算

図4-5 経常利益（億円）

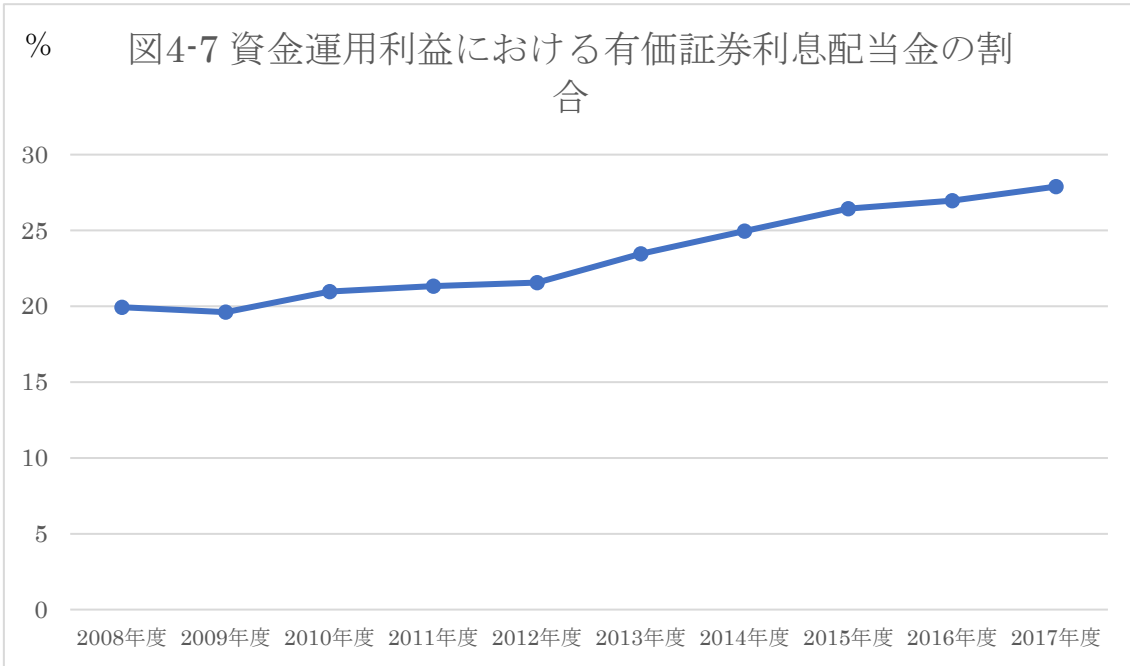


原資料 全国地方銀行協会平成 28 年度決算

図4-6 資金運用利益の内訳（億円）



原資料 全国地方銀行協会平成 28 年度決算



原資料 全国地方銀行協会平成 28 年度決算

4-3 小括

- 5 本章では、第二次安倍政権以降の金融緩和策による地方銀行への影響を示してきた。年々人口減少や超高齢化社会といった要因も含め、資金需要が低下を続けている状態で、貸出金利を下げることによってどうにか貸出量を維持して経営を続けてきている。合併や統合によって業務地域を拡大し生き残りをかけている銀行も存在する。有価証券の利息配当金による利益に依存を始めているといった経営状態は健全であるとは評価できない点。そして上記の
- 10 利息配当金による利益に依存する状態では、資金を最適に再配分する銀行の役割を毀損する恐れがあるのではないかという点。収益の低下により、地方銀行のリスクテイク能力の低下を招き、地域経済の停滞を引き起こし、さらなる収益低下に陥るといった「負のスパイラル」から抜け出せなくなる点。以上の点により、この異次元の金融緩和策は地方銀行にとって悪影響を及ぼしているという結論に至った。長期金利市場に介入したことで、現在の日本
- 15 の経済構造は確実に変化しており、それについていけず、困窮している銀行が存在していることから、日本銀行は市場介入するべきではないと考える。しかし、前節で日本銀行の国債保有率から見ると、金利が上昇すれば実損に繋がる恐れがあること示したことから、単純に金利を上げて、地方銀行の資金運用の健全化を図るだけでは問題の解決にはならないほど、複雑な問題である。

【参考文献】

- 5 ・市川 雅浩 (2018) 「日銀の非伝統的金融政策を振り返る」『三井住友アセットマネジ
メント 市川レポート』
<https://www.smam-jp.com/documents/www/market/ichikawa/irepol80507.pdf>
- ・大塚理恵子 (2016) 「日銀の ETF 大量購入への考察 長期化により副作用が深刻化する
リスクも」『みずほ総合研究所』
<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/mk161025.pdf> (最終閲覧日
10 10/10)
- ・川波洋一・上川孝夫 (2004) 『現代金融論』(有斐閣ブックス)
- ・小林毅 (2017) 「量的・質的金融緩和政策が株式・J-REIT 市場に与えた影響」『生活経済学
研究』第 46 巻
- ・金融庁 (2016) 『平成 28 年度 金融レポート』
15 (<https://www.fsa.go.jp/news/29/Report2017.pdf>) 最終閲覧日 2018 年 11 月 5 日
- ・齊藤壽彦(2003) 「日本銀行の銀行保有株式買入」『千葉商大論叢』第 40 巻第 4 号
- ・財務省 (2016) 『債務管理レポート 2016』
[https://www.mof.go.jp/jgbs/publication/debt_management_report/2017/saimu2017-1-
1.pdf](https://www.mof.go.jp/jgbs/publication/debt_management_report/2017/saimu2017-1-1.pdf)) 最終閲覧日 2018 年 11 月 5 日
- 20 ・菅谷幸一 (2017) 「いま地方銀行に何が起きているのか」(大和総研)
[https://www.dir.co.jp/report/research/introduction/financial/regionalbank/20170116_0
11580.html](https://www.dir.co.jp/report/research/introduction/financial/regionalbank/20170116_011580.html)) 最終閲覧日 2018 年 11 月 5 日
- ・住友信託銀行 (2010) 「包括的な金融緩和政策について」『調査月報』11 月号
https://www.smtb.jp/others/report/economy/stb/pdf/715_1.pdf
- 25 ・全国銀行協会 HP
- ・全国地方銀行協会 (2017) 「決算状況」
http://www.chiginkyo.or.jp/app/contents.php?category_id=7) 最終閲覧日 2018 年 11
月 5 日
- ・田中金司(1944) 「中央銀行と資本市場」『国民経済雑誌』第 76 巻第 1 号
- 30 ・日本銀行 HP

・英 邦広 (2011) 「ゼロ金利政策と量的緩和政策のアナウンスメント効果の検証」『同志社商学』 第 62 巻 第 5・6 号

・原田喜美枝 (2017) 「日本銀行の ETF 買入政策と日経平均株価銘柄入れ替えの事例分析」『証券経済研究』 第 100 号

5 ・松本朗 (2013) 『入門金融経済』 (駿河台出版社)

・矢嶋 康次 (2016) 「非伝統的金融政策の歴史とマイナス金利」ニッセイ基礎研究所 HP (<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=52806&pno=2?site=nli>)

10 ・「長期金利 1%上昇で 23 兆円含み損日銀 “債務超過” の現実味」『日刊現代 DIGITAL』 (2017)

(<https://www.nikkan-gendai.com/articles/view/news/205134/2>) (最終閲覧日 10/10)

・「企業の 4 割、日銀が大株主」日本経済新聞朝刊 (2018 年 06 月 27 日)

・「ETF 『購入減』 に困惑」日本経済新聞朝刊 (2018 年 08 月 21 日)

・「ETF 保有、企業経営に影響」日本経済新聞朝刊 (2018 年 8 月 22 日)

15

i イギリスやドイツにおいても中央銀行の活動は貨幣市場の範囲内であった。

ii リスク・プレミアムとは、株などリスク資産を購入する際に投資家が無リスク金利 (国債利回り) に上乗せして求める期待利回りである。