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」

東洋大学 中澤ゼミナール 根本班

要旨

本稿は平成 30 年度証券ゼミナール大会主旨文テーマ「日本銀行の金融政策と証券市場」に対して、政策目標である消費者物価上昇率２％の達成には賛成するが、手段としての現行政策の継続には反対する。具体的には、現行政策における「国債買入れ」は縮小し、一方で「ETF 買入れ」は拡大することを提言し、消費者物価上昇率 2%の達成を目指す。

現行政策は国債買入れによる金利操作で実体経済へ影響を与え、設備投資を刺激することで消費者物価上昇率 2%の達成を目指している。しかし現状を見ると設備投資への効果は弱く、消費者物価上昇率 2%は達成されていない。加えて、国債買入れによる金融機関の収益悪化や国債市場の低迷という副作用が大きなものとなっており、無視することができない状況となっている。

このような現状を受けて私たちは、金融政策を国債買入れによる金利効果を通じた実体経済への働きかけではなく、ETF 買入れによる資産効果を通じた実体経済への働きかけに変更し、国債買い入れ額は縮小すべきだと考える。資産効果への働きかけを行う政策で景気の好循環を生み出し、消費者物価上昇率 2%の達成を目指す。また、私たちは 2%の物価目標破棄は市場に大き混乱をもたらし、日本銀行の信用力が低下することから固持する必要があると主張する。

ETF や国債を大量に保有している状態は、金融政策のあり方として望ましい姿とは言えないが、金融危機後の混乱を解消するためには必要な措置である。そのため私たちは、消費者物価上昇率 2%が達成された際には「ETF 買入れからの撤退」と「国債の売却」の二つを出口政策として提言し、金融危機後の混乱を解消する目的で行った金融政策を正常な状態へと戻す必要があると考える。買入れた ETF を売却し、買い入れ額減少を行った国債の売却をすることで、日本銀行のバランスシートが正常化することで、金融システムの安定化を図ることが可能となる。

このような現状を受け私たちは現行政策の変更として「国債買入れ縮小」と「ETF 買入れ拡大」を提言し、内需拡大による経済成長を促す。そして、出口政策として「ETF 買入れからの撤退」と「国債の売却」を提言し、金融システムの安定化を促すことを目指す。

目次

序章 5
第１章　日本銀行の役割 6
第１節　日本銀行の役割 6
第２節　日本銀行の政策手段 8
第１項　伝統的金融政策 9
第２項　非伝統的金融政策 10
第３節　結語 12
第２章　現行政策の評価 13
第１節　現行政策の概要 13
第２節　国債買入れ政策の限界 15
第１項　国債買入れの問題 15
第２項　設備投資と市場の不確実性 17
第３節　実体経済への働きかけ 19
第１項　政策転換の必要性 20
第２項　ETF 買入れの効果 22
第４節　結語 24
第３章　実証分析 25
第１節　ETF 買入れが株価に与える影響の分析 25
第１項　先行研究の紹介 25
第２項　ETF 買入れによる株価への影響の VAR モデルによる分析 26
第２節　ETF 買入れによる株価への影響 29
第３節　株価上昇による資産効果の推計 30
第４節　結語 33
第４章　政策提言 34
第１節　金融政策のあるべき姿と政策概要 34
第２節　現行政策による資産買入れへの政策提言 36
第１項　日本銀行の政策運営に対するコミットメント強化への提言 36
第２項　国債買入れに対する政策提言 37
第３項　ETF 買入れに対する政策提言 38

第３節　出口政策 40
第１項　出口政策における利上げの影響 41
第２項　マネタリーベースに対する政策提言 41
第３項　国債保有残高に対する政策提言 42
第４項　ETF 保有残高に対する政策提言 42
終章 43
参考文献・参考 URL 44

序章

リーマンショックや世界的な金融危機を背景に、日本銀行は非伝統的金融政策と呼ばれる「長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策」を導入した。日本銀行が保有している国債は、累積国債残高の 40%を超え、リスク性資産の 1 つである上場投資信託(ETF)の保有時価総額は約 20 兆円、ETF 市場全体の 75%を占めている。このように過去類をみない大規模な金融緩和政策が行われている。

このような大規模な金融緩和政策は世界各国で行われており、米国や欧州ではすでに出口を模索し始めている。日本銀行は消費者物価上昇率 2%を目標に掲げているが、2%の物価目標を達成できていない。

このような背景のもと、平成 30 年度証券ゼミナール大会では「日本銀行の金融政策と証券市場」というテーマのもと日本銀行の金融政策を問うている。本テーマに対して私たちは、現行の日本銀行の金融政策に対して反対の立場に立つ。具体的には、国債買入れによる金利操作は実体経済に対する働きかけが弱く、副作用として金融機関の収益悪化や国債市場の低迷などがもたらされている。現状のままの金融緩和政策を行うことは、日本経済にとっても望ましくない。そこで私たちは、ETF 買い入れの拡大を通じて資産効果に働きかけ、実体経済の成長を通じて、景気の好循環を生み出す金融政策を行うことを提言する。この政策によって 2%の物価目標の達成を目指す。安定的なインフレ基調を生み出し、2%の物価目標が達成された際には ETF や国債の売却を行う。このことにより、バランスシートが正常化することで、金融システムの安定化を図ることが可能となる。

本項の構成は以下の通りである。第 1 章では、日本銀行の役割と金融政策の変遷について概観する。続く第 2 章では、現行の日本銀行の金融政策を批判的に検討し、問題点を指摘する。第 3 章では、日本銀行の ETF 買入れが株価の上昇を通じて資産効果を発揮し、実体経済の消費を押し上げる効果があるか実証分析を行う。第 4 章では第 2 章、第 3 章の議論を踏まえて、ETF 買入れの拡大と国債買入れ縮小を提案し、その具体的なプロセスについて議論する。

私たちの政策を実現することで、日本経済の成長が促され、2%の物価目標が達成される。

第１章　日本銀行の役割

本章では金融政策の主体である日本銀行の役割について確認し、政策目標として採用している物価上昇のメカニズムや金融政策の波及経路について整理する。さらに金融政策の変遷を踏まえ、現行政策に至った経緯について述べる。

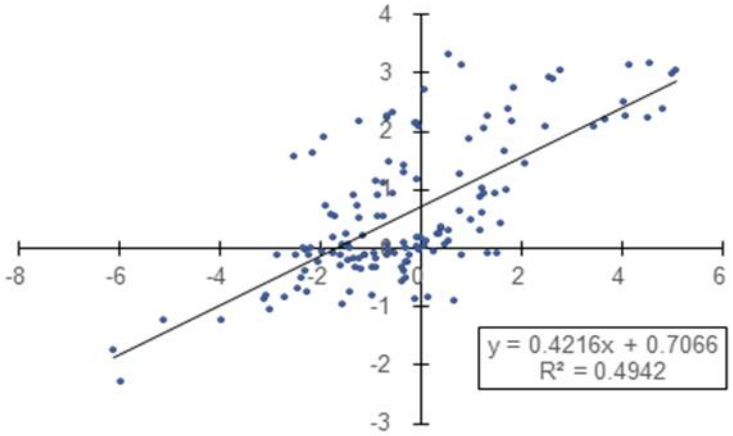
第１節　日本銀行の役割

日本銀行の役割は、2 つ存在する。一つ目は「物価の安定」を図るために、経済が安定的かつ持続的に成長するための基盤を整える役割である。現行の金融政策では「物価の安定」を消費者物価上昇率 2%と位置付けている。二つ目は「金融システムの安定」を図るために、考査やオフサイト・モニタリング[1]を行う役割である。これらは日本銀行法第一条及び第二条に記載されており、日本銀行が金融政策を行う法的根拠となっている。また、金融政策における日本銀行の役割として「物価の安定」を目指している。

消費者物価上昇率は、一国の総需要と総供給の差に依存しており、総需要は GDP(国内総支出)、総供給は潜在 GDP[2]で示される。これらの差は GDP ギャップと呼ばれ、GDP ギャップがプラスの時、つまり超過需要に転じている場合は需要と供給の関係により物価が上昇する仕組みである。図表 1-1-1 は、物価版フィリップス曲線と呼ばれるものであり、縦軸に消費者物価上昇率を、横軸に GDP ギャップをプロットしている。

[1] 金融機関に対する面談や電話によるヒアリングや提出資料の分析のこと。
[2] 一国全ての資本や労働の生産要素を投入した際の総産出量のこと。

図表 1-1-1 消費者物価上昇率(縦軸)と GDP ギャップ(横軸)の関係



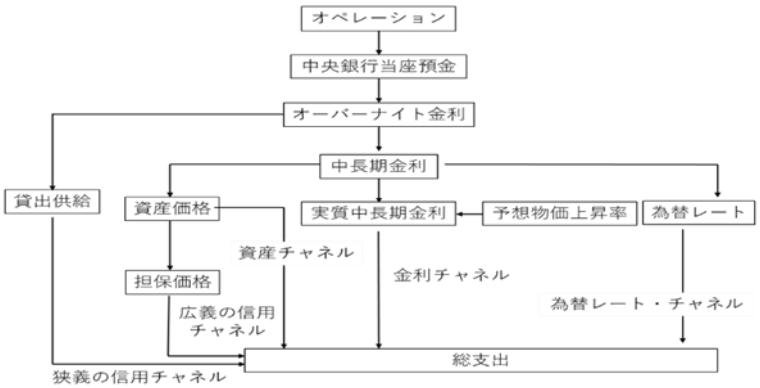
出典：総務省統計局(2018)「消費者物価指数」、
日本銀行(2018)「需給ギャップと潜在成長率」より筆者作成

図 1-1-1 より GDP ギャップの値がプラスに変動し、物価は上昇していることが確認できる。以上から物価の安定を実現させるには、GDP ギャップに働きかける必要性がある。

日本銀行が行う金融政策は GDP ギャップの需要面に働きかけている。これは総供給である資本、労働、技術水準などは経済の構造変化が必要だが、需要の構成要素である消費や投資は、金融政策の波及経路を通じて働きかけることが可能だからである。

金融政策による総支出への働きかけは、図表 1-1-2 で示した各チャネルを通じた波及経路によってなされる。

図表 1-1-2　金融政策における効果波及経路の概念図



出典：白川(2008)『現代の金融政策』より筆者作成

信用チャネルには狭義、広義と２種類の経路が存在する。狭義の信用チャネルとは政策金利の変動が民間金融機関の貸出金利に影響を与え、民間部門への資金供給を通じて実体経済へ波及する経路のことを指す。広義の信用チャネルは、資産価格上昇によって企業や家計の借入れを行いやすくし、これらの部門を通じて実体経済へ影響を与える経路のことを指す。

資産チャネルとは、政策金利の変動による資産価格の変化が企業の設備投資行動や家計の消費行動の変化を通じて､実体経済へ波及する経路のことを指す。

為替レート・チャネルとは、金融政策による政策金利の変動が自国通貨の為替レートを変化させ、輸出入の動向や企業収益を通じて実体経済に影響を与える経路のことを指す。

金利チャネルとは、日本銀行の金融調節による政策金利の変動が企業の設備投資や住宅投資を通じて、実体経済に影響を与える経路のことを指す。

日本銀行による金利操作は、これらのチャネルを通じて実体経済へ影響を与えることで金融緩和や金融引き締めを行っている。

第２節　日本銀行の政策手段

日本銀行が採用している非伝統的金融政策と、これまで採用されていた非伝統的金融政策の効果波及経路は基本的には同じだが、コミットメントの導入やゼロ金利前提で政策が行われている部分に相違点がある。本節では伝統的金融政策から非伝統的金融政策に至った経緯や現行政策までの変遷について整理す

る。

第１項　伝統的金融政策

伝統的金融政策とは「政策金利を操作して、短期金利に影響を与える手法[3]」である。伝統的金融政策の手法として公定歩合、預金準備率操作、公開市場操作の３つがある。

公定歩合(基準貸付利率)とは、日本銀行が市中銀行などに対して貸付けを行う際に適用される基準金利のことで、政策金利の一つである。公定歩合の操作を行うことでコスト効果[4]、アナウンスメント効果[5]がもたらされると言われている。現在はコールレート[6]が基準貸付利率を下回り、金融機関がコールレートを採用するようになったことから､金融政策の手法としては利用されていない。

預金準備率操作とは、金融機関が日本銀行に預けている預金等の準備率を操作することである。準備率の操作を行い、金融機関の準備額の増減を通じて貸出態度等に影響を与える。銀行収益の悪化や金融機関同士の競争に歪みをもたらすこと、微調整が困難といった理由から、20年以上に渡って操作を行っていない。

公開市場操作とは､日本銀行が金融機関との間で債券を売買することにより、市場の資金量を調節し、短期金利を操作することである。短期金利市場の資金が不足している際は、資金供給オペレーションを行う。反対に短期金利市場が資金余剰の場合には、資金吸収オペレーションを行うことで、金融市場調節を行っている。公開市場操作は、量的緩和政策の国債買入れオペレーションという形で現在も行われているが、預金準備率操作は上述したような問題から、また公定歩合のような短期金利操作では、バブル崩壊後の景気回復には至らなかったことから非伝統的金融政策へと移行した。

[3] 金融調査研究会(2017)より引用。
[4] 金融機関の資金調達コストに影響を与えることで経済活動に影響を及ぼす効果のこと。
[5] 中央銀行の発言が市場に影響を及ぼす効果のこと。
[6] 金融機関が短期の資金を融通しあう市場の貸借取引で成立する金利のこと。

第２項　非伝統的金融政策

金融政策と証券市場は密接に関わっており、金融政策は証券市場抜きには行えない。2010 年の包括的緩和導入までは、国債市場を用いて金融政策を行っていたが、包括的緩和から株式市場を用いるリスク性資産買入れを開始し、証券市場と密接な関わりを持つようになった。このことを踏まえて、非伝統的金融政策の変遷について整理する。

バブル崩壊後の極端な景気不振によって、ゼロ金利政策導入以前に 0.5%程度の水準で、維持してきた政策金利（無担保コールレート）を 1999 年に実質ゼロとするゼロ金利政策が導入された。短期金利をゼロに誘導することにより、金利体系全体が低下する。実体経済に影響を与える長期金利が低下することにより、企業の設備投資や個人消費などの民間需要の刺激を狙った。その後、1990 年代後半の米国の IT 産業を中心とした経済成長の牽引により、日本の景気は回復に至った。そのため日本銀行は 2000 年にゼロ金利政策の解除を決定した。

しかし米国での IT バブルの崩壊に伴い日本の輸出は減少し、再び景気への不信感が強まった。このため 2003 年に日本銀行が新たに打ち出した量的緩和政策では、政策目標が「民間金融機関の日銀当座預金残高を一定水準に誘導すること」に変更され、日銀当座預金残高の増大を目指している。この政策は今までにない外生的貨幣供給論が取り入れられており、日本銀行が積極的にマネタリーベース[7]を供給することで民間部門の取引を増加させ、金融部門から経済全体に供給される通貨需要の増加を目指している。しかし、巨額の日銀当座預金残高を保有した民間金融機関は、デフレへの懸念により不良債権を抱えることを拒み、貸出を増やさなかった。そのため、日本銀行の想定していた民間部門の取引増加には至らなかった。また、日本銀行は「消費者物価指数の前年比上昇率が安定的にゼロ以上になるまで続ける」ことを公言し、政策の時間軸を明確化した。後に米国の IT バブル崩壊からの景気回復に伴い、日本も景気回復に向かった。そのため 2006 年には量的緩和は解除され、政策変数は政策金利（無担保コールレート）に戻された。

2008 年 9 月に米国でリーマンショックが発生したことから、日本銀行はその

[7]日本銀行券発行残高と貨幣流通高と日銀当座預金を足し合わせたもの。

対応策と追加緩和をまとめた「包括的な金融緩和政策」を 2010 年 10 月に打ち出した。政策内容は、政策金利であるコールレートの誘導目標を 0 から 0.1%に引き下げ「長期的な物価安定の理解」に基づく時間軸を明確化したことである。また、国債以外にも CP(コマーシャルペーパー)[8]や社債、ETF[9]や J-REAT[10]などのリスク性資産を買い入れるための基金を創設し、民間のリスク移転を図ろうとした。しかし、白川総裁は金融政策において抑制的なスタンスをとっていたため、デフレ脱却には至らなかった。後に第二次安倍内閣が発足し、アベノミクス「第 1 の矢」である大胆な金融政策の一環として、消費者物価上昇率を 2%にするという「物価安定の目標」が政府と日本銀行による共同声明に盛り込まれた。

2013 年に黒田総裁が任命され、異次元金融緩和政策である「量的・質的金融緩和」が行われた。この政策では、2 年間で消費者物価上昇率 2%の目標達成を行うことを公約とした。さらに、政策変数をコールレートから通貨量であるマネタリーベースに変更した。その中で、マネタリーベース、長期国債および ETF の保有額の 3 点を 2 年間で 2 倍にすること、長期国債買入れに関して、平均残存期間を 2 年以上に延長することを表明した。このような大規模金融緩和により、日本銀行は大量の国債を保有することとなった。この政策は、導入時点から 2014 年夏にかけて予想物価上昇率の上昇に大きな影響を与え、物価の持続的な下落を食い止めるという意味でのデフレの脱却は果たされた。

しかし、石油価格の下落や消費税率引き上げ後は需要が弱まり、消費者物価上昇率は次第に低下していった。そのため、日本銀行は追加緩和として、2016 年 1 月に「量」・「質」・「金利」の三つの手段を用いた「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入した。量的・質的金融緩和に加え、日銀当座預金のうち政策金利残高にマイナス 0.1%のマイナス金利を適用し、短期金利の低下を促した。短期金利の低下は長期金利低下に影響を与え、金利全体を引き下げるこ

[8] 企業が公開市場で割引形式で発行する無担保の約束手形。
[9] 特定の株価指数、債券指数、商品価格などに連動することを目的に運用される投資信託のこと。
[10] 投資家から集めた資金で購入した不動産を運用し、その賃貸収入や売買益等をもとに投資家に分配

とが可能となる。日本銀行は金利低下を促すことで、消費や投資の増加、金融機関からの貸出増加を目指した。マイナス金利政策導入直後は、円安や株高の動きが部分的に見られたものの、金利低下は金融機関や個人の資産運用を困難とした。また金融機関における利鞘縮小の要因となったことから、金融機関の収益悪化を招いた。マイナス金利政策と国債買入れは、イールドカーブ[11]の押し下げに影響を与えることが明らかとなったため、金融機関への影響を考慮したイールドカーブの操作を行う「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を新たに政策として追加した。

第３節　結語

本章では日本銀行が行っている金融政策の概要について確認し、金融政策の変遷について整理した。日本銀行は非伝統的金融政策の強化を図ることで 2%の物価目標達成を目指しているが、約５年経過した現在も達成できていない。これらの現状を踏まえて、次章では現行政策が実体経済に対して、どのような影響を及ぼしているのかについて明らかにし、現行政策の評価を行う。

[11] 横軸に債券の残存年数、縦軸に最終利回りをとった座標に、各債券の残存年数と最終利回りに対応する点をつないだ曲線のこと。

第２章　現行政策の評価

本章では現行政策で用いられている手法について整理し、これらの政策が実体経済にどのような影響を与えているのかを明らかにする。そして、現行の金利操作を用いた手法では実体経済に与える影響が弱く、消費者物価上昇率 2%の達成は不可能であることを述べる。

第１節　現行政策の概要

現行政策は長短金利操作付き量的・質的金融緩和と呼ばれており、その手法は量的緩和政策、質的緩和政策、長短金利操作、オーバーシュート型コミットメントの４つに分類できる。

量的緩和政策とは、長期国債買入れによって金融市場に資金供給を行うことで、マネタリーベースを増加させることが狙いである。マネタリーベースの増加によって、市場参加者が金融緩和政策の長期化を予想し、予想インフレ率の上昇が見込まれる。フィッシャー方程式[12]より、予想インフレ率の上昇は実質金利の低下を促し、国債市場の金利低下が促される仕組みとなっている。実質金利の低下から、全てのチャネルを通じて総支出の増加を狙うものである。

質的緩和政策に明確な定義はないが、日本銀行がリスク性資産買入れを行うことを指す。質的緩和政策はリスクプレミアムの低下を促すことで、企業の資金調達コストを低下させることを目的としている。日本銀行がリスク性資産の買入れを行うことは、日銀法の規定によって禁止されているが、日本銀行は財務大臣と金融庁の許可を受け、ETF や J-REIT などのリスク性資産買入れを行っている。ETF は市場の 75%、J-REIT の保有残高は 4,500 億円を超えており、日本銀行は証券市場での影響力を強めている。近年では株価の下支え効果としても機能を果たしている。資産価格の上昇によって、資産チャネルと信用チャネルから消費や投資を促し実体経済に影響を与えるものである。

長短金利操作はイールドカーブ・コントロールと呼ばれ、現行政策における柱の一つとなっている。この政策では短期金利を操作するマイナス金利政策に加えて、10 年物国債の金利が概ね 0%程度に推移するように買入れを行い、短

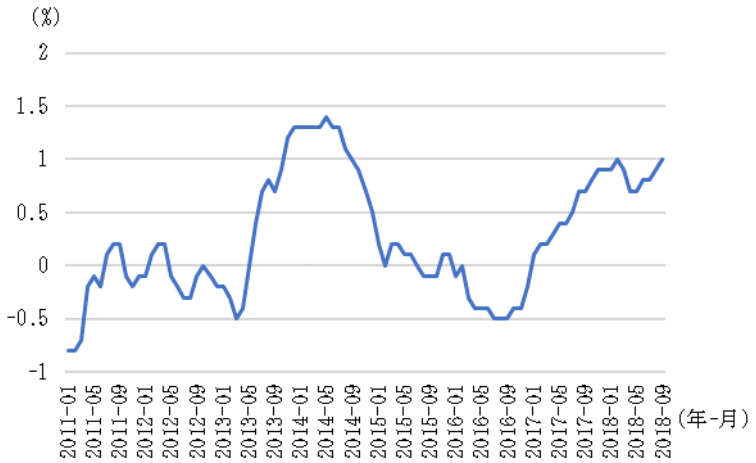
[12] 実質金利＝名目金利―予想物価上昇率

期から長期までの金利全体の動きを操作している。10 年物国債の金利は貸出金利との連動性が高い。10 年物国債金利を 0%程度に調整するということは、金利チャネルを通じて、資金調達が容易となり投資や消費の増加に働きかけるものである。

現行の時間軸政策の手法として、日本銀行はオーバーシュート型コミットメント政策を導入している。この手法では、消費者物価上昇率が安定的に 2%を超えるまで現行政策の継続を公約し、市場参加者の予想に働きかけることで、実質金利の低下を図っている。

日本銀行は以上の 4 点からなる政策を行っているが、その中での軸として金利操作を行なっている国債買入れと、資産の価値を上昇させるリスク性資産の買入れで消費者物価上昇率 2%の目標達成を目指している。しかし、金利を通じた間接的な政策では実体経済の働きかけの部分が弱く、物価上昇率 2%は達成できていない。これらの手法は市場の金利を低下させることで、金融機関の貸出態度改善、それによる企業の設備投資増加を通じて実体経済に影響を与えることを目的としている。また、これらの手法は国債買入れ政策とリスク性資産買入れの 2 点に分類することができる。

図表 2-1-1　消費者物価指数(CPI)の推移



出典：政府統計の総合窓口(2018)「消費者物価指数」より筆者作成

第２節　国債買入れ政策の限界

現行政策の手法の一つである国債買入れ政策は、金利操作による企業の設備投資増加や消費の増加を促す目的で行われている。本節では、国債買入れによる金利操作が金融システムに与えている副作用について整理する。加えて、国債買入れ政策が実体経済に対して与えている影響が弱いことを述べる。

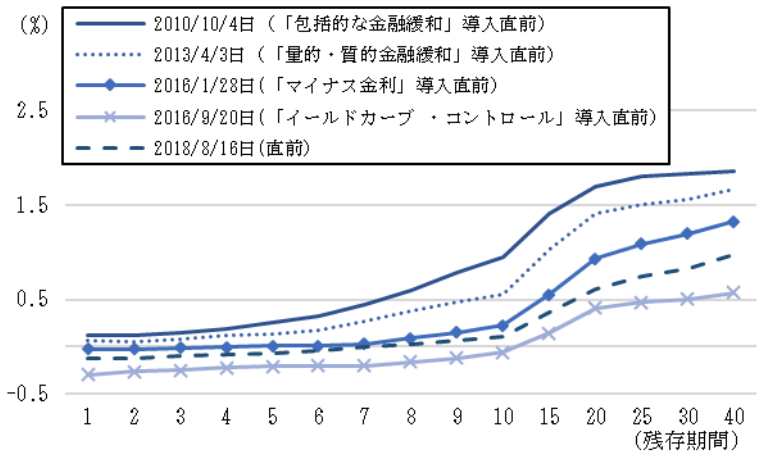
第１項　国債買入れの問題

国債買入れによる金利操作を中心とした現行政策は、企業の設備投資増加への働きかけが弱く、銀行の収益悪化や国債市場の低迷など、金融システムに悪影響を与えている。

始めに金融機関の収益悪化について述べる。日本銀行の国債買入れによって、金融機関の収益悪化は顕著に現れている。金融機関の収益構造は資金利益率[13]に占める割合が高く、長期国債の金利は貸出金利と、短期国債の金利は預金金利とそれぞれ連動性が高い。日本銀行が長期国債の金利を下げたことで、貸出利回りと預金債権等利回りの差が縮小し、金融機関の収益性を示す指標である預貸金利ざやは減少した。図表 2-2-1 はイールドカーブの推移を表しており、日本銀行の国債買入れによる影響で、イールドカーブがフラット化していることが読み取れる。

[13] 調達した資金を運用し、得られた収益から資金調達費用を抜いたもの。

図表 2-2-1　イールドカーブの推移



出典：財務省(2018)「国債金利情報」より筆者作成

金融機関は国債運用による収益が減少したこと受け、企業への貸出増加により収益を得ようとしているが、長期金利低下による貸出金利低下や金融危機以降の企業が貯蓄超過に転じたことから貸出先が不足している状況に陥っており、収益が悪化している。

宮尾(2004)では「銀行の資金仲介機能は、経済の需要サイド（投資需要の活発化）と供給サイド（資源配分の適正化、成長能力の向上）の両面から実体経済に好影響を及ぼすことが期待される。[14]」と述べている。しかし、1990 年以降のデフレ停滞期は不良債権を増やすことを避け、貸出を増やさなかった。

金融機関の収益悪化が進むことで、再び貸し渋り問題が発生する可能性があり、実体経済へ負の影響を与えてしまう恐れがある。

次に国債市場の低迷について述べる。日本銀行の国債買入れによって、国債市場の国債量が減少し、国債価格が上昇した。この結果、国債市場の流動性が低下し、国債市場の低迷が引き起こされた。国債市場の動向を確認すると、新発 10 年物の取引不成立は 2018 年に入って 7 回起きており、これまでの年間取引不成立最多回数 2 回を上回っている。このような要因から金融機関は、国債投資から他資産へと投資先の変更を行っている。

また、国債市場の低迷は日本銀行にとっても良いものではない。齊藤(2015)

[14] 宮尾（2004）p.217 より引用。

では「国債市場の流動性低下による金利の不安定化は金利高騰のリスクを抱え込むこととなり、金融緩和政策の目的が達成されなくなる恐れが生じることとなる。[15]」と述べている。

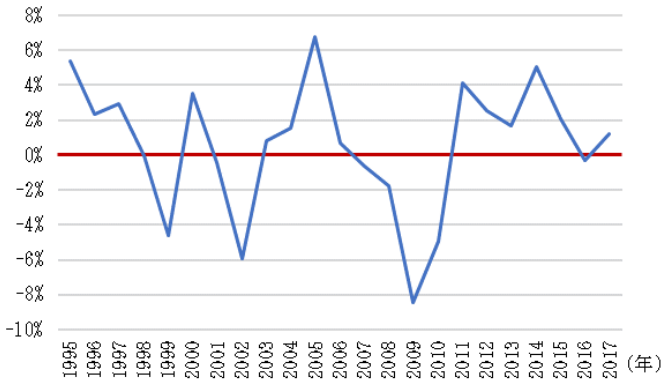
国債買入れが長期化することで上述した悪影響が拡大していき、証券市場の低迷やシステミックリスクの恐れが生じる。加えて、日本銀行が国債買入れを行い政府支出との相互依存を高めると、国債保有のスタンスが変化した際に市場が混乱し、債券投資リスクを高めてしまう可能性がある。

日本銀行は国債買入れ政策の持続性を高めることや、金融システムに生じた副作用に考慮する目的からイールドカーブ・コントロールを導入した。しかし国債買入れ政策による金利操作では、実体経済への影響が弱いことや副作用の緩和に至っていない。このような現状から国債買入れ政策の継続には限界が生じている。

第２項　設備投資と市場の不確実性

日本銀行は企業の資金調達コストを低下させることで設備投資しやすい環境を整えることや、実質金利低下による資産価格上昇を促すことを目的に金利操作を行っている。図表 2-2-2 の対 GDP 比設備投資額の推移を確認すると、金利低下による設備投資への効果は弱いことが確認できる。

図表 2-2-2　対 GDP 比設備投資の推移



出典：内閣府(2017)「国民経済計算」より筆者作成

[15] 齊藤(2016)p.26 より引用。

日本経済新聞は「2017年度の民間企業（金融を除く）27兆6672億円と前年度から10兆円あまり増えている。企業の収益力は高まってはいるが、資金は設備投資や賃上げに向かわず内部に溜め込まれる傾向[16]」と述べている。企業は資金余剰であるにも関わらず、設備投資を選択していない現状がある。企業の設備投資を阻害している要因に実体経済の見通しの悪さが挙げられる。先行研究では設備投資と市場の不確実性の関係は密接に関わっており、市場の不確実性によって設備投資が抑制されることが明らかにされてきた。図表2-2-3は、日本における主要な設備投資行動の実証研究をリストに示したものである。

図表2-2-3　主要な先行研究

論文名	基本式の説明変数	対象企業	推計期間	不確実性変数	主要結果
Ogawa and Suzuki [2000]	Q、土地、不確実性	製造業389社	1970~1993	売上成長率(実績、推計誤差)のSD	不確実性は有意に投資を抑制
永幡・関根 [2002]	資本コスト、CF、企業と銀行のB/S	製造業・非製造業2154社	1993~2000	－	資本コスト、企業B/S変数が有意な説明要因
田中 [2004]	Q、土地、CF、不確実性	製造業476社	1987~2001	売上成長率(実績、推計誤差、予測誤差)のSD	不確実性は有意に投資を抑制(特に資本制約下)
堀・齊藤・安藤 [2004]	Q、CF	製造業・非製造業1801社	1991~2000	－	Qの説明力が1990年代後半に低下
畠田 [2005]	Q、土地、流動資産、不確実性	製造業245社	1983~1993	利益率、収入、コストのSD	不確実性(利益率)は有意に投資を抑制
竹田・小巻・矢嶋 [2005]	Q、土地、CF、不確実性	製造業310社/非製造業743社	1986~2002	売上成長率、株価収益率、業績予想	不確実性(売上)は有意に投資を抑制
西岡・池田 [2006]	不確実性、耐用年数	製造業721社	1986~2003	売上成長率、利益率、株価のSD	不確実性によりQの閾値は上昇し、投資を抑制
宮尾 [2009]	Q、土地、CF、不確実性	製造業・非製造業1229社	1994~2004	売上成長率(実績)のSD	不確実性の役割は1990年代とそれ以降で変化

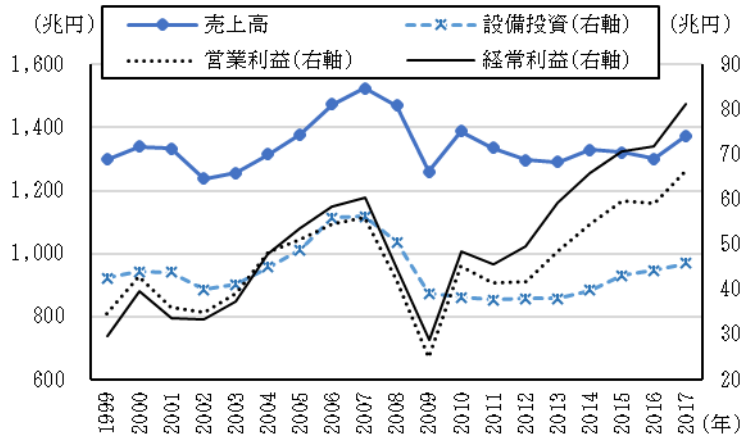
出典：宮尾(2009)「日本の設備投資行動:1990年代以降の不確実性の役割」より筆者独自に作成

実証研究の間で用いられる市場の不確実性を表す変数は、統一的な見解が得られていないため異なるが、いずれの研究においても市場の不確実性が投資を抑制するという結果が出ている。

野口(2015)では設備投資に影響するのは売上高と示されており、設備投資と売上高の相関が強いことが述べられている。図表2-2-4は企業の設備投資と売上高の推移を表したグラフであり、設備投資と売上高が連動していることが読み取れる。

[16] 日本経済新聞(2018)「企業の資金余剰、7年ぶり高水準　収益拡大も設備投資鈍く」2018年6月27日付より引用。

図表 2-2-4　設備投資と企業業績の推移



出典：財務省(2018)「法人企業統計」より筆者作成

国債買入れによる金利操作では設備投資の伸びが弱く、実体経済への働きかけが弱いことを明らかにした。以上のことから、私たちは企業の設備投資を増やすためには売上高の増加により、市場の不確実性を取り除く必要があると考える。

第３節　実体経済への働きかけ

現行政では各チャネルを通じて総支出に働きかけようとしているが、間接的であり、物価目標 2%には至っていない。しかし時間軸政策における物価目標達成の意義について、児玉(2013)では「民間部門が合理的な期待に基づいて意思決定をするときに、政府の時間非整合を認識していれば、合理的な企業や家計は政府を信認しなくなるため、政策実施に伴う社会的費用は大きくなり、政策効果が阻害されてしまう。[17]」と述べられている。日本銀行は時間非整合性を回避するために、したがって、どのような政策を採用するとしても今後の日本銀行の信用を落とさないために、コミットメントを守り 2%の物価目標を堅持させるべきである。

物価上昇には GDP ギャップの改善が必要だが、国債買入れ政策による金利操作では設備投資への働きかけに限界があり、GDP ギャップの改善を行うに当た

[17] 児玉(2013)p.42 より引用。

っては効果が弱い。本節では、金融政策のみで 2%の物価目標を達成するためには、GDP 構成要因の大半を占める消費に直接働きかける手法が必要であることを述べる。消費への働きかけが可能な金融政策の手法として、リスク性資産の買い入れを挙げる。

第１項　政策転換の必要性

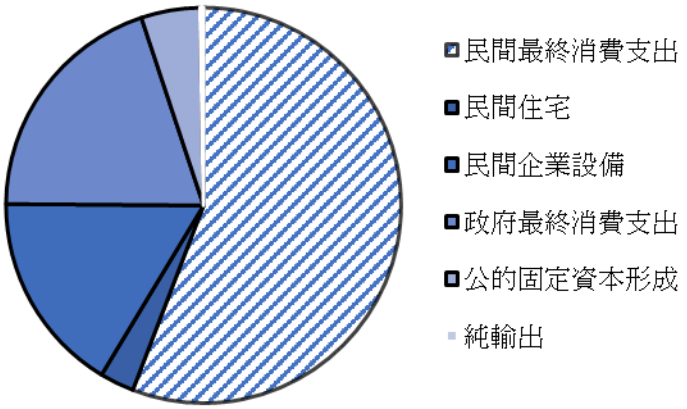
時間軸政策における物価目標達成の意義について、児玉(2013)では「民間部門が合理的な期待に基づいて意思決定をするときに、政府の時間非整合を認識していれば、合理的な企業や家計は政府を信認しなくなるため、政策実施に伴う社会的費用は大きくなり、政策効果が阻害されてしまう。[18]」と述べられている。日本銀行は時間非整合性を回避するために、今後の日本銀行の信用を落とさないためにも、コミットメントを守り 2%の物価目標を達成させるべきである。

金融政策で 2%の物価目標を達成するためには、GDP ギャップの改善を行う必要がある。これまでの金融政策では、国債買入れ政策による金利低下を促すことで、間接的に消費、投資、純輸出に働きかけた。しかし間接的な金利低下では、投資や消費といった実体経済を誘発するまでの効果が弱く、物価上昇するまでの経済成長にはなっていない。

そこで私たちは、図表 2-3-1 で示されている GDP 構成要因の大半を占める消費に直接、働きかける金融政策への転換が必要であると考えた。

[18] 児玉(2013)p.42 より引用。

図表 2-3-1　2018 年四半期の GDP 構成比



出典：内閣府(2018)より筆者作成

消費へ直接働きかける金融政策を行うことで、消費が促されると市場の不確実性によって設備投資を抑制している企業に対しての需要が創出される。金融政策によって需要が創出された企業は、設備投資を決定することが可能となる。消費と投資の増加が GDP 引き上げの要因となり、GDP ギャップが縮小することで、物価は上昇する。

私たちは、金融政策の波及経路から直接的に消費へ働きかけることが可能な資産チャネルを用いて、設備投資へ働きかけを行うべきだと主張する。資産価値を上昇させ、家計を消費へ向かわせることで市場の不確実性が解消され、企業の設備投資増加につながると考える。

資産チャネルを用いて消費の増加を促すためには、適切な資産を選択する必要がある。消費増加を望める資産は実物資産と金融資産に分けられ、これらの資産の中で消費増加に適切なものを検討する。

始めに実物資産である住宅、土地について検討する。住宅、土地の資産価格を上昇させる金融政策はバブル再発の恐れがあるため、消費の増加を促すための資産として適切であるとは言えない。また、宇南山・古村(2014)では 2000 年以降の金融資産の保有量が実物資産を逆転し、実物資産効果は低下すると言われている。

次に金融資産である国債、株式について検討する。非伝統的金融政策によって、超低金利で推移していることから、国債の価格上昇への働きかけは現実的

ではない。したがって、消費の増加を促すには、他の資産よりも資産価格の変動へ働きかけることが可能な株式が最も適切である。

消費の増加を促すために、日本銀行の資産買入れ政策によって、他の金融資産よりも資産価格の変動へ働きかけることが可能な株式が最も適切である。

資産効果の先行研究として、Horioka(1996)や宇南山・古村(2014)が挙げられる。Horioka(1996)では、戦後の日本における家計資産に対するキャピタル・ゲインを推定し、純キャピタル・ゲインがどれだけ消費に影響を与えているかを推定している。その結果、純キャピタル・ゲインからの限界消費性向は 97.8%であり、純キャピタル・ゲインの多くを消費に回すことが確認された。また、宇南山・古村(2014)では、第二次安倍内閣発足前後から 2013 年前半までの株価上昇による資産効果を計測しており、限界消費性向は 2.2%であることが確認された。このように、資産効果は以前から確認されており、所得の増加により消費の増加が促されることが示されている。

私たちは現行政策で買入れを行っているリスク性資産の中で、日本銀行が最も買入れている ETF に着目し、ETF 買入れによって想定される効果について次項では確認する。

第２項　ETF 買入れの効果

ETF 買入れによって想定される効果として、株価の下支え、リスク移転、リスクプレミアムの低下が挙げられる。

始めに株価の下支え効果について述べる。この効果について実証分析を行っている根本(2018)の推定では、2017 年末時点の日経平均株価のうち、約 1,900 円が ETF 買入れの押し上げ分だと述べている。日経平均株価の推移を確認すると ETF の年間買入れ額を拡大していくに伴い、実際の株価と ETF 買入れ効果を除く推計値の差は、年々広がっていることが図表 2-3-2 では示されている。このことから、日本銀行による ETF 買入れは株価の下支え効果をもたらしていると言える。

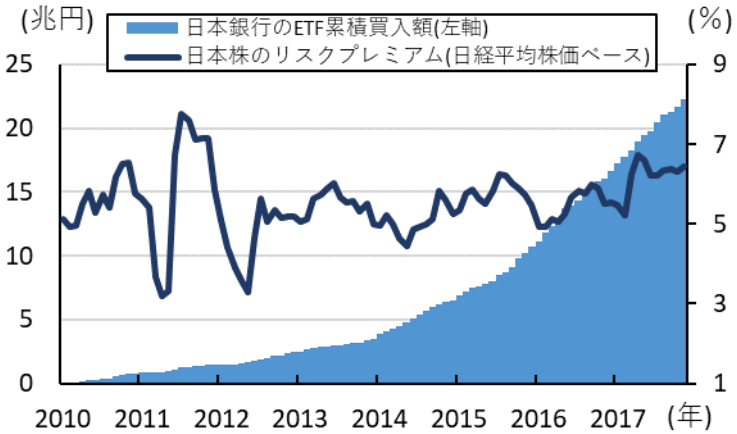
図表 2-3-2　日経平均株価の推移

出典：日本銀行 HP(2018)「時系列統計テータ検索サイト」、Yahoo!finance(2018)「S&P 500」、日経プロフィル(2018)「ヒストリカルデータ」より筆者作成

次にリスク移転について述べる。日本銀行がリスク性資産である ETF を買い取ることで、資産価格変動リスクの引き受けが可能となる。また、日本銀行に資産価格変動リスクを引き受けてもらった金融機関は、新たにリスク性資産を購入する余裕ができるため、リスク性資産全体の需要拡大が想定される。日本銀行によるリスク性資産買入れ政策実施後の 2010 年から、金融機関によるリスク性資産買入れは増加している。

最後にリスクプレミアムについて述べる。日本銀行が資産価格を下支えすることが明らかになれば、買い取り対象となった資産の価格変動リスクが低下する。資産の利子率は安全資産利子率とリスクプレミアムで決定されるため、価格変動リスクの低下に伴い利子率は低下する。利子率の低下によって資金調達が容易となり、企業の資金需要を喚起することが期待される。しかし資産買入れ残高は増加しているにも関わらず、リスクプレミアムは減少していないことが図表 2-3-3 から確認できる。

図表 2-3-3　日本株のリスクプレミアムの推移



出典：日本銀行 HP(2018)，日経プロフィル(2018)より筆者作成

価格変動リスクの低下を促しているにも関わらず、リスクプレミアムの低下に繋がっていない要因を井出(2016)では、政策変更の発表方法に問題があると指摘しており、日本銀行は金融政策決定会合まで政策内容の開示を行わないため、市場の不安が高まり、リスクプレミアムの低下につながらないと述べている。

第４節　結語

金利操作を中心とした現行政策の波及経路では、実体経済への働きかけが弱く、設備投資へ寄与していないことを明らかにした。次に設備投資増加のためには消費の増加を促し、市場の不確実性を取り除く必要があることを示した。よって、私たちは金利チャネルでは、物価目標には達成することはない。また、不確実性を取り除くために、私たちは消費への働きかけが可能である資産チャネルに着目した。資産チャネルを経由すれば、金融政策によって消費への働きかけを行うことが可能である。

次章では、資産効果に働きかける手段として、リスク性資産買入れが有効であるかについて分析を用いて検証する。

第３章　実証分析

日本銀行の ETF 買入れには一定の効果があることを踏まえ、私たちは ETF 買入れにより個人資産に働きかけ、資産価値を上昇させ、消費を促すべきであると考えた。よって次節では、ETF 買入れが株価に与える影響と株価が個人資産に与える影響について分析を行う。

第１節　ETF 買入れが株価に与える影響の分析

本節では、日本銀行の ETF 買入れが株価の下支え効果を生み出していることを確認するため、VAR モデルと VEC モデルを用いて根本(2018)を再検証した。加えて、先行研究に従い ETF 買入れによる株価上昇の効果と株価上昇による個人消費の押し上げ効果を推計した。なお、根本(2018)の再検証では時系列データを用いて分析した。VAR モデル(Vector Autoregressive Model)とは、多変量の時系列を分析の対象にする統計的手法である。また、VEC(Vector Error Correcting Model)とは、多変量の時系列を分析の対象でも、変数間に共和分関係が存在する場合に用いるモデルである。

第１項　先行研究の紹介

根本(2018)では、日本銀行による ETF 買入れ効果を定量的に評価するために、S&P500、円ドルレート、日本銀行が購入した ETF の時価総額比率を用いて、ETF 買入れが日経平均株価に与える影響を重回帰分析で推計している。その結果として、ETF 買入れが 1%上昇することで日経平均株価が 1.6%上昇する関係にあることを明らかにしている。また、この先行研究[19]では内閣府における長期の消費関数モデルを基に、株価上昇が資産効果を通じて押し上げる個人消費の大きさを推計している。その結果として、1 期前の金融資産が 1%増加すると、個人消費が 2.5%増加することを明らかにしている。

しかしこの先行研究の限界として、データの特性を所与のものとしていることが挙げられ[20]、分析結果の信憑性が疑われる。そこで私たちは、推定の信憑性

[19] 先行研究では、実質民間最終消費支出、実質雇用者報酬、金融資産(株式等・投資信託受益証券資産残高)、高齢化率を基に分析している。
[20] 根本(2018)では、使用データ間で共和分関係があり、その関係がただ一つ

を高めるために定常性や単位根、共和分を考慮した時系列分析を行った。時系列分析を行う際には、見せかけの相関に注意する必要がある。これを解消するためには使用データの定常性[21]を仮定する必要があり、使用したデータが定常かどうかを確認するために単位根検定や Johansen 検定を行った。

本稿の独自性として、始めに VAR モデルを用いて株価の下支え効果を再検証し、頑健性を高めるために VEC モデルを用いて再検証した。これにより、日本銀行による株価下支え効果の持続性を確認することができる。また、先行研究ではデータの期間が 2010 年 12 月から 2017 年 12 月まであったため、本稿ではデータの期間を 2018 年 6 月まで更新し、改めて推定を行った。

第２項　ETF 買入れによる株価への影響の VAR モデルによる分析

先行研究を参考に、ETF 買入れ開始後の 2010 年 12 月から 2018 年 6 月までの日経平均株価、S&P500、円ドルレート、ETF 買入れ比率の 4 変量を用いた階差 VAR・VEC モデルを推定した。本分析で用いる変数の一覧は図表 3-1-1 である。

図表 3-1-1　分析で用いる変数の一覧

変数	説明	出典
日経平均株価（SR）	終値	日経プロフィル
S&P500 (SP500)	終値	YAHOO!FINANCE
円ドルレート (EX)	日本時間17:00時点の値	日本銀行
ETF買入れ比率 (ETF)	ETF 買入れ時価総額/日経平均時価総額	日本銀行、日経プロフィルを基に根本班作成

出典：根本(2018)を基に筆者作成

時系列分析を行う際には、データが定常であるかを確認する必要がある。定常性を確認する際には単位根検定を行う必要があるため、ここでは単位根検定の一つである ADF 検定を行った。ADF 検定を行うことにより、データが非定常であるかどうかを判別できる。使用データの ADF 検定の結果は図表 3-1-2 である。ADF 検定の結果から、使用データには単位根が確認された。そのため、使用データの値を対数階差に変更しトレンド項を含めた。その結果、使用データ

に決まることを前提としている。

[21] 長期傾向を持たないデータを指す。

の非定常性は棄却された。

図表 3-1-2　使用データの ADF 検定による結果

ADF検定	ラグ	定数項のみ	ラグ	トレンド	ラグ	定数項なし
ln_SR	0	0.8732	0	0.6079	0	0.9767
ln_SP500	2	0.912	0	0.2265	0	0.9985
ln_EX	1	0.6277	1	0.8513	1	0.9027
ETF	0	1	0	0.9982	0	1
dln(SR)	0	0***	0	0***	0	0***
dln(S&P500)	1	0***	1	0***	0	0***
dln(EX)	0	0***	0	0***	0	0***
d(ETF)	9	0.7999	1	0***	9	0.7452

注)帰無仮説H0 = データは単位根過程を持つ
値は p 値である。
***は1%有意水準で帰無仮説を棄却できることを示している。
dln()は対数階差であることを示す。

出典：筆者独自に作成

次に使用データの共和分について述べる。単位根過程を持つ変数間であっても見せかけの回帰が起きない共和分過程というケースも存在する。このケースでは、検討する変数間で和が一定、すなわち長期的な均衡関係にあるケースである。先行研究では共和分を所与のものとしていたが、本稿では共和分ランクを独自に決定した。これには、Johansen 検定を用いた。結果は図表 3-1-3 の通りである。

図表 3-1-3　使用データの Johansen 検定による結果

Johansen検定	定数項	トレンド項	定数・トレンド項なし
トレース検定	1	1	1
最大固有値検定	1	0	1

出典：筆者独自に作成

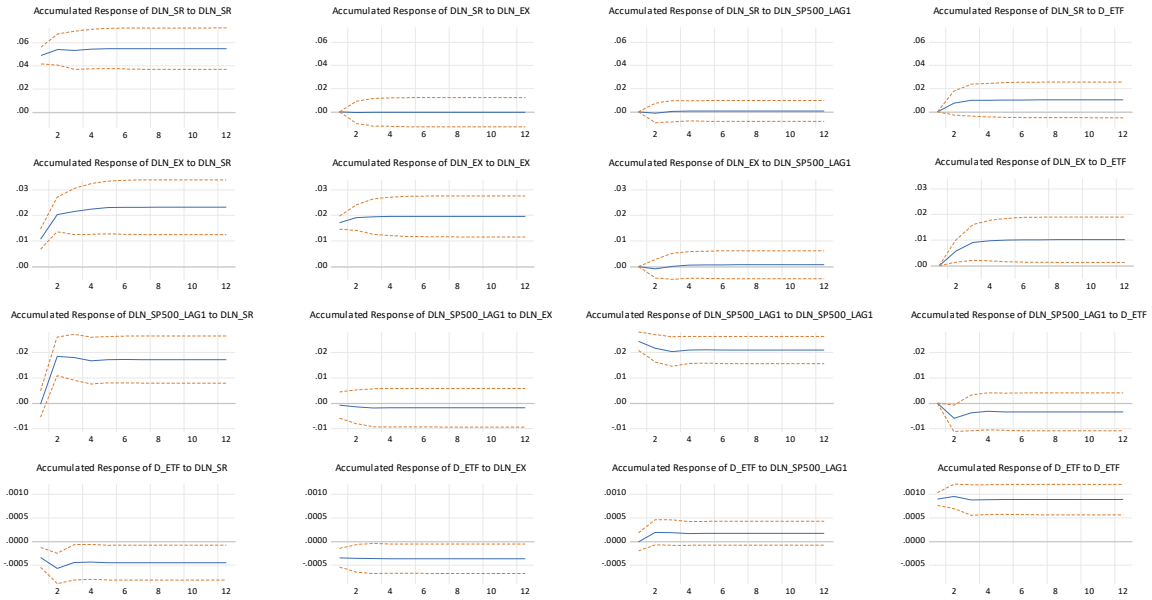
上記より、本稿では VAR モデルでデータの対数階差値、VEC モデルで対数値を使用し、ラグ次数は AIC(Akaike’s Information Criterion)による最適なものを選択した。その結果、ラグ次数は 1、共和分ランクは 1 であった。

以上を踏まえた VAR モデルと VEC モデルによる分析結果は図表 3-2-4 と図表 3-2-5 の通りである。ここでは VAR と VEC のインパルス応答関数を時系列でプ

ロットした。どちらの推計結果でも、日本銀行の ETF 買入れは日経平均株価に正の影響を与えることが示された。

まず、4 変量階差 VAR の結果を確認していく。図表 3-1-4 の 1 行目は 4 変量それぞれを説明変数とした回帰式の撹乱項に対して、1 標準誤差ショックを与えた場合の日経平均株価における変動をプロットしたものである。VAR の 1 行 4 列目で日本銀行による ETF 買入れショックを与えた場合、日経平均株価が緩やかに上昇する反応を示している。また、その影響は 12 か月先においても継続することが確認できた。これは、日本銀行による株価下支え効果と解釈することができる。

図表 3-1-4　4 変量階差 VAR を用いた累積インパルス応答[22]

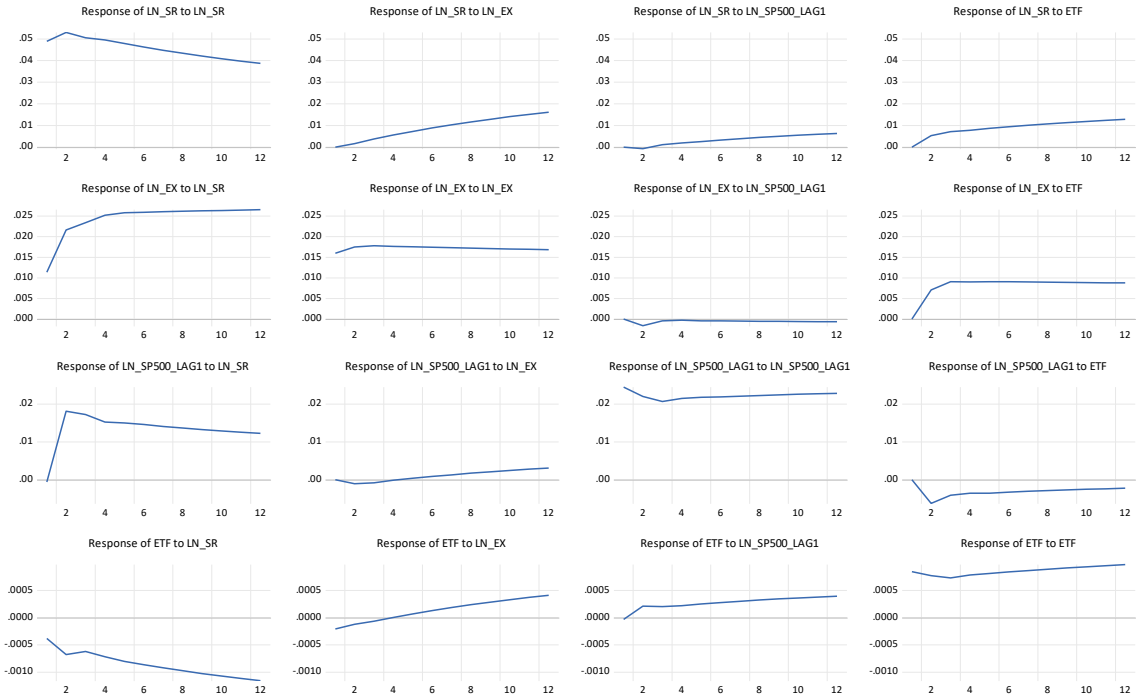


出典：筆者独自に作成

この結果は、図表 3-1-5 の 4 変量 VEC の 1 行 4 列目でも同様に確認することができる。

[22] 点線は 95%の信頼区間である。

図表 3-1-5　4 変量 VEC を用いたインパルス応答関数



出典：筆者独自に作成

第 2 節　ETF 買入れによる株価への影響

本節では、先行研究を参考に、日本銀行による ETF 買入れが日経平均株価をどの程度押し上げるのかについて分析を行う。加えて、資産効果を推計するために金融資産が個人消費をどの程度押し上げるのかについて分析を行う。

まず、ETF 買入れによる株価への影響を明らかにするために、先行研究に従って、以下の長期均衡式で日経平均株価の押し上げ幅を推計した。

$$\boldsymbol{ln}(\boldsymbol{日経平均株価}_{\boldsymbol{t}}) = \boldsymbol{定数項} + \boldsymbol{\beta_1} \times \boldsymbol{ln}(\boldsymbol{S\&P500}_{\boldsymbol{t-1}}) + \boldsymbol{\beta_2} \times \boldsymbol{ln}(\boldsymbol{円ドルレート}_{\boldsymbol{t}}) + \boldsymbol{\beta_3} \times \boldsymbol{ETF買入れ比率}_{\boldsymbol{t}}$$

推計で使用したデータは、先行研究から最新データに延長した 2010 年 12 月から 2018 年 6 月までの月次データである[23]。また、用いた変数や出典は前述した図表 3-1-1 と同様である。

[23] 先行研究では、日次データを用いているが、日経平均時価総額を日次水準で推計することが困難であったため、本分析では月次データを用いている。

本分析結果は図表 3-2-1 の通りである。ETF 買入れは日経平均株価に対して正の影響をもつという結果が得られた。この結果から、ETF 買入れ比率が１％上昇したとき、日経平均株価が 2.48％上昇するという関係にあることがわかる。また、先行研究の結果と比較すれば、概ね同様の結果といえる。したがって、ETF 買入れ時価総額比率に関しては、近年の日本においては 1.5％から 2.48％の上昇が期待できる。

なお、本分析で用いている変数の１つである ETF 買入れ比率は、ETF 買入れ時価総額を日経平均時価総額で除して作成されている変数である。したがって、ETF 買入れの増額を行い、日経平均株価が上昇すれば、ETF 買入れ比率の分母である日経平均時価総額が上昇する。このとき、分母が上昇することで、ETF 買入れ比率の株価押上げ効果が相殺されてしまう恐れが考えうる。しかし、この点に関しては、インパルス応答関数による推計で得られた「長期的な株価押上げ効果」の存在で説明できる。

図表 3-2-1　日経平均株価の推定結果

	先行研究：結果	独自分析：結果
被説明変数 日経平均株価	推計値 (HAC標準誤差)	推計値 (HAC標準誤差)
S&P500(1期ラグ)	0.491***	0.453***
	(0.055)	(0.469)
円ドルレート	1.147***	1.123***
	(0.053)	(0.112)
ETF買入れ時価総額比率	1.552***	2.479***
	(0.469)	(0.098)
定数項	0.579**	0.963***
	(0.233)	(0.909)
サンプル	1669	91
自由度修正済み決定係数	0.978	0.973
ダービンワトソン比	0.050	0.764

(注)***、**はそれぞれ１％、５％有意を示す。

出典：筆者独自に作成

第３節　株価上昇による資産効果の推計

次に、家計が保有する金融資産価格の変動による個人消費への影響を明らかにするために、先行研究に従って、以下の長期均衡式によって消費関数を推計

した。

$$\boldsymbol{ln}(\boldsymbol{個人消費}_{\boldsymbol{t}}) = \boldsymbol{\beta_1} \times \boldsymbol{ln}(\boldsymbol{所得}_{\boldsymbol{t}}) + \boldsymbol{\beta_2} \times \boldsymbol{ln}(\boldsymbol{所得}_{\boldsymbol{t}}) \times \boldsymbol{ln}(\boldsymbol{高齢化率}_{\boldsymbol{t}}) + \boldsymbol{\beta_3} \times \boldsymbol{ln}(\boldsymbol{金融資産}_{\boldsymbol{t-1}}) + \boldsymbol{\beta_4} \times \boldsymbol{ln}(\boldsymbol{高齢化率}_{\boldsymbol{t}})$$

推計で使用したデータは、1998 年 1～3 月期から 2018 年 4～6 月期までの四半期データである。また、用いた変数や出典に関しては図表 3-3-1 の通りである。

図表 3-3-1　分析で用いる変数の一覧

変数	説明	出典
個人消費	実質民間最終消費支出(季節調整系列)	内閣府
所得	実質雇用者報酬(季節調整系列)	内閣府
金融資産	株式等・投資信託受益証券資産残高	内閣府、日本銀行
高齢化率	65歳以上人口/ 総人口	総務省

出典：根本(2018)を基に筆者作成

本分析結果は図表 3-3-2 の通りである。1 期前の金融資産は個人の消費に対して正の影響をもつという結果が得られた。この結果から、1 期前の金融資産が 1%増加したとき、先行研究と同様に個人消費が 2.6%増加するという関係にあることがわかる。

図表 3-3-2　個人消費の推計結果

被説明変数 個人消費	先行研究：結果 推計値 (HAC標準誤差)	独自分析：結果 推計値 (HAC標準誤差)
所得	0.925*** (0.009)	0.916*** (0.008)
所得×高齢化率	-0.353*** (0.042)	-0.338*** (0.032)
金融資産(1期ラグ)	0.025** (0.010)	0.026*** (0.09)
高齢化率	4.654*** (0.531)	4.469*** (0.415)
サンプル	80	82
自由度修正済み決定係数	0.940	0.987
ダービンワトソン比	0.561	0.580

(注)***、**はそれぞれ１％、５％有意を示す。

出典：筆者独自に作成

以上の分析結果から、日本銀行によって、ETF 買入れ比率が１％上昇したとき、日経平均株価が 2.48%上昇するという関係が推定できた。この分析結果を念頭に、ETF 買入れ効果を除いた推計値を計算し、日経平均株価の実績値から差をとったものに、指数をとることで、株価の押上げ効果を推計することができた。その結果、2018 年 6 月末時点の日経平均株価 22,305 円のうち、約 3,456 円が ETF 買入れによって押し上げられているということがわかった[24]。さらに、VAR・VEC モデルにおけるインパルス応答推定から、その押上げ効果は長期にわたりプラスの反応を示すことがわかった。

また、1 期前の金融資産が 1%増加したとき、先行研究と同様に個人消費が 2.6%増加するという関係にあることがわかった。この分析結果に基づいて、ETF 買入れ政策は 2018 年 6 月末時点で、どれだけ個人消費を押し上げているのかを推計する。用いる計算式は以下の通りである。

[24] なお、根本(2018)で述べられている 1,900 円と 1,556 円の差があるが、これは分析に用いたデータの期種が異なる点と、その期間の違いから生じたものであると考えられる。

$$\frac{\Delta(\text{ETF買入れによる株価上昇額}) \times \text{発行済み株式数}}{\text{金融資産}} \times 0.026585 \cdots ①$$

$$① \times \text{名目民間最終消費支出} = \text{ETF買入による個人消費の押上げ分}$$

本計算式の分子は、ETF 買入れにより上昇した日経平均時価総額を示す。これを家計は保有する株式等・投資信託受益証券資産残高で割ることで、保有している残高に占める日経平均時価総額の上昇分を示すことができる。この値と、第 3 項の分析結果である金融資産の限界消費性向の積が、①の ETF 買入れによる消費の変化の割合である。①と名目最終消費支出の積をとったものが、ETF 買入れによって押し上げられた個人消費である。上述した計算式を用いて 2016 年第 3 四半期から 2018 年第 2 四半期までの実際の値を代入すると、この期間だけで約 1.19 兆円押し上げられたと試算できた。つまり、日本銀行が ETF を簿価ベースで 12.5 兆円買入れることで、名目民間最終消費を約 1.19 兆円押し上げることが可能である。

第 4 節　結語

本章では先行研究を批判的に捉え、日本銀行による ETF 買入れ政策がもたらす資産効果を通じた個人消費の変動を定量的に推計し、その持続性についてはインパルス応答関数で推定した。結果、株価の下支え効果とその持続性、及び資産効果を実証することができた。これらの分析結果を踏まえて、次章では 2%の物価目標達成と非伝統的金融政策からの出口を目指した政策提言を行う。

第４章　政策提言

私たちは資産効果を通じた消費の増加を促す目的から、日本銀行が現行政策で行っているETF買入れに着目し、その買入れ額を拡大することを提言する。これにより、さらなる資産効果が及ぼされるため、ETF買入れ拡大という政策は消費者物価上昇率2%を達成するための起爆剤となる。具体的には、現行政策で買い入れている年間6兆円程度の買入額を年12兆円と倍にすることである。

また、現行政策では副作用も発生しており、特に国債に関してはそれを無視することは難しい。よって、私たちは国債買入れに関する副作用を軽減するため、国債買入れ額の減額を提言する。その後、消費者物価上昇率が安定的に2%を達成したタイミングに合わせて、国債保有残高の縮小も提言していく。

これらの政策によって、最終的には安定的な消費者物価上昇率2%を達成することが可能である。しかし、現行政策における日本銀行の政策運営の対応のままではその効果が十分に発揮するかどうか疑わしい。よって、日本銀行に対して、市場参加者との対話としてのコミットメント強化を提言する。

以上を整理すると、私たちは国債買入れの減額からETF買入れの拡大に続き、消費者物価上昇率2%を達成する途中で国債買入額をゼロにする。安定的に消費者物価上昇率2%した後には、保有しているETFの売却を検討する。そして最後に、国債の出口政策を行っていく。このようにして、私たちが定義する金融政策のあるべき姿と金融政策の正常化が達成される。

第１節　金融政策のあるべき姿と政策概要

私たちは、金融政策のあるべき姿を「内需拡大による経済成長によって、証券市場が活性化している状態」と定義する。内需拡大による経済成長とは、金融政策によって GDP 構成要素の消費、設備投資を拡大させ、所得の増加が促された結果、景気の好循環が生み出された状態のことを指す。また証券市場の活性化とは、金融政策による資産効果を通じた消費増加が景気の好循環を生み出すための起爆剤となり、さらなる投資を生み出す状態とする。このような景気の好循環を金融政策で生み出すことで、消費者物価上昇率 2%の達成を目指す。

私たちは金利操作を中心とした現行政策では、設備投資への働きかけが弱い

ことを受け、設備投資の増加を促すためには、資産効果を通じた消費の増加が必要であると主張した。また、国債買入れによる副作用が顕著に現れていることで、金融システムに悪影響が及んでいることを述べた。

よって本章では、副作用が顕著に表れている国債買入れに関して、買入れ額の縮小を提言する。これは一定のペースで買入れ額を縮小する。現在、日銀の国債買入れは 2015 年の買入れをピークに年々縮小しているため、私たちはこのペースを考慮して、2019 年から買入れ額の縮小を行い、消費者物価上昇率 2%を達成していく中で、いずれ国債買入れ額をゼロにする。

次に国債買入れの縮小を行った後、市場の不確実性を解消させることで設備投資の増加を促し、消費者物価上昇率 2%を達成させるための政策として、ETF 買入れ額の増額を提言する。現行政策では、2018 年 7 月の金融政策決定会合以降、TOPIX 連動型に比重を置いた ETF の買入れを行っている。現行政策に至った経緯として、政策に持続性をもたせるために買入れ方針の変更を行っているため、私たちの政策では TOPIX 連動型の買入れ額を現在の 4.2 兆円から 10.2 兆円に増額することで ETF 買入れの増額を実現する。この政策により現行政策よりも消費と投資が増加し、景気の好循環が起こることによって GDP の成長に繋がり、正の GDP ギャップが拡大することで、消費者物価目標 2%の達成が可能となる。

これらによって、消費者物価目標 2%が達成された場合、歪めてきた金融政策を正常化するための出口政策を行う必要がある。よって、私たちは安定的に消費者物価目標 2%が達成した後の出口政策では、ETF に関する出口政策として、市場へのインパクトを考慮した ETF の売却を行う。それからのちに、国債に関する出口政策として、買入れ額がゼロとなった後に保有している国債の当座預金残高を償還によって法定準備額前後まで減らすことを提言する。これらの提言を実行していくことで、金融政策の正常化を目指す。

最後に、これらの出口政策を確かなものとするために、私たちは日銀の政策運営に対するコミットメント強化を提言する。これは、日本銀行が今後金融政策を行う際に、資産買入れ額の縮小や買入れ資産の売却等に関して、どのように政策運営を図っていくか市場との対話を図ることを目的としたコミットメントである。本政策に基づいて、日本銀行は講演や金融政策決定会合後の展望レ

ポートで出口政策についてコミットメントしていく。

以上の提言が実行されることで、政策目標である消費者物価上昇率 2%が達成され、金融政策の正常化が図られる。

第２節　現行政策による資産買入れへの政策提言

私たちは、日本銀行の大規模な国債買入れが金融機関や国債市場に対して、様々な副作用を及ぼしていることを受け、国債買入れの政策変更が必要であると考えた。その一方で、日本銀行のETF買入れには資産効果が見られ、私たちの分析でもその効果は確認できた。また、日本銀行の政策効果を阻害されないことが重要である。

よって、第1項では市場参加者への政策運営に対する日本銀行のコミットメント強化を提言する。第2項では現行の国債買入れの縮小を提言する。第3項でETF買入れの拡大を提言する。本節では国債買入れ縮小を行っている諸外国を参考に、国債買入れに対する提言をする。

第１項　日本銀行の政策運営に対するコミットメント強化への提言

私たちの政策提言によって、日本銀行の目標が実現できたとしても、日本銀行がそれを市場参加者に対して、十分に周知していかなければ、私たちの想定している効果が弱まってしまう可能性が否定できない。

日本銀行以外の中央銀行の中には、金融政策を運営していく中で、市場参加者との対話にも力を入れて政策運営を行っている。FRB を例に挙げると、FRB の委員が講演や会合といった活動を行う際、市場参加者に自分たちが行っている政策の意図や今後の展望の概要といったロードマップを市場参加者に示している。そのため、FRB の金融政策はその政策目標を達成し、出口へと向かっている。

よって、私たちは日本銀行政策決定委員が行っている講演や展望レポートのような公表資料の中で、現状よりも市場参加者へ情報発信を行うべきであると考える。これによって私たちの想定する政策効果を生むことにつながる。

第２項　国債買入れに対する政策提言

まずは、国際的に主要な中央銀行である FRB（米国連邦準備制度理事会）、ECB（欧州中央銀行）、BOE（イングランド銀行）を取り上げ、どのようにして出口を模索しているか、今一度確認する。

FRB はこれまで、リーマンショック以降に行ってきた金融緩和政策を縮小させる動きをみせている。2014 年 1 月から資産買入れの規模を縮小（テーパリング）し、2014 年 10 月に新規の資産買入れを停止した。2016 年 12 月には政策金利の引き上げに踏み切り、何度か繰り返し利上げを行った。その後、2017 年 10 月からはバランスシート規模の縮小を開始した。

このように、FRB では金融政策で掲げてきた物価目標を達成したため、資産買入れ額の縮小や利上げを行っている。

ECB はインフレ目標が達成されていないものの、物価の伸びが予想され、また国債買入れの限界などといった要因から、金融緩和縮小の開始時期が 2016 年秋以降注目された。ECB は 2017 年 4 月と 2018 年 1 月、10 月に買い入れ規模を減額していき、資産購入を 12 月で終了する方針を示した。買入れの減額について、ドラギ総裁は「テーパリングではない」と述べ、経済状況に応じた判断からであると主張していた。このような政策変更により、急激なユーロ高が発生する局面もあった。ECB による金融緩和縮小についての議論はユーロ圏各国間における利害調整を考慮しなくてはならないため、難しい課題となる。

BOE は APF に生じた損失に関して、政府が負担することを取り決めるなど、金融政策の正常化を意識した制度設計が当初からなされている。英国では 2009 年以降、インフレ率の目標を達成し上回る時期が続き、2014 年には当時の失業率の目標数値を下回った。こうした状況下で、過度のインフレ発生が懸念され、カーニー総裁が利上げを示唆したものの、実施には至らなかった。2016 年 6 月の英国 EU 離脱により、今後の英国経済の先行きが不透明になったため、BOE は同年 8 月に追加緩和を実施した。その後、2017 年 4 月以降はインフレ率が継続的に 2%を超えたため、BOE は政策金利を 0.25%から 0.5%に引き上げた。

主要国の中央銀行は市場に混乱が出ないよう、徐々に資産買入れの減額を行い、利上げすることで正常化に向かっている。当然ながら、日本銀行も資産買入れの減額からスタートする必要があるだろう。

以上より、資産買い入れの出口へと向かうためには、まず縮小から始める必要がある。現状では、国債買入れに関して副作用が顕著に現れているため、一定のペースを踏まえた買入れ額の縮小を提言する。なぜなら、現行政策を継続するとより膨大な国債を抱えることに加え、長期金利の変動が不安定な状態では債券投資リスクが上昇し、投資マネーの流入を減少させる要因となるからだ。柴崎(2014)では「政府の資金調達コストの上昇は財政悪化につながり、それが大量に国債保有する日本銀行の信用力の低下をもたらす。[25]」と述べられている。したがって、私たちは国債買入れを縮小すべきであると考えた。現在、日本銀行の国債買入れは 2015 年の買入れをピークに年々縮小しているものの2015 年の買入れ額が多額であったため、買入れ額が減少傾向となっている。しかし、これは日本銀行が国債買入れの縮小を示唆しているわけではない。よって、私たちは現在の買入れ額の減少ペースを考慮して、日本銀行が年間で 20 兆円を目処に 2019 年以降も買入れ額の縮小を明示して行っていく。そして近い将来において、次項で提言する ETF 買入れの拡大を起爆剤とし、安定的な消費者物価上昇率 2%を達成していく過程で、最終的に国債買入れ額をゼロにする。

第３項　ETF 買入れに対する政策提言

現行政策では、金利を通じて設備投資に働きかける効果が弱いため、設備投資の増加から実体経済の波及経路がうまく働いておらず、現時点においても消費者物価上昇率 2%は未達成である。そこで、設備投資の決定要因である消費を増加させるために、資産チャネルに働きかける ETF 買入れを現行政策の年 6 兆円を目処にした買入れから年 12 兆円を目処にした買入れに変更することを提言する。ETF 買入れによる資産効果の存在は前章で実証した。よって、前項で示した国債買入れの減額分を ETF 買入れの拡大分に当てることで、さらなる資産効果を望むことができる。これは、資産効果により消費が増えることにとどまらず、消費が増えることで不確実性が解消し、企業による設備投資の増加につながることを意味する。これにより、企業の業績向上や ETF 買入れによって継続的にもたらされる株価の上昇が、さらなる個人消費の増加を呼び起こす。

[25] 柴崎（2014）p.20 より引用。

また、継続的な株価の上昇は、家計や企業など民間主体による株式投資の活性化の一因になると考えられる。

ETF 買入れの購入方針は、2018 年 7 月 30 日から 31 日に開いた金融政策決定会合において、その購入配分を見直すことが決定された。具体的には、従来は TOPIX 連動型 ETF を全体の約 45%の割合で購入していたが、金融政策決定会合後、TOPIX 連動型 ETF を全体の約 70%の割合で購入するように方針が変更された。その結果、購入する ETF のうち TOPIX 連動型の比重が高い購入配分となった。

しかし、TOPIX 連動型 ETF の割合が増加したとしても、浮動株数の限界がある。大塚(2018)では「TOPIX 採用銘柄の 2016 年 9 月末時点で発行されている浮動株、株価を前提とし、日銀が年間 6 兆円の ETF を買い入れたとすると、約 3 年半後には日銀が全ての浮動株を保有し、買入れが困難となる銘柄が発生すると試算される。[26]」と述べている。これが従来の購入配分で 2018 年 7 月まで行われたことを考慮すると、ETF 買入れは 8 月時点から最長でも約 1 年半後に限界を迎えることになる。さらに 2018 年 8 月からの購入配分変更を考慮すると、約 3 年後に限界を迎えることとなる。このことから、私たちは購入配分変更後の購入割合は変更せず、TOPIX 連動型の買入れ額に対して二つのパターンを想定して提言する。

図表 4-2-1 より一つ目のパターンとしては、一年目に TOPIX 連動型 ETF を 12 兆円、二年目に TOPIX 連動型 ETF を 6 兆円、三年目には追加投資を行わずに既存の買入れのみを行い、四年目には ETF 買入れを終了するという案を提言する。

[26] 大塚(2018)p.6 より引用。

図表 4-2-1　ETF 買入れ額拡大の想定パターン 1

パターン1	一年目	二年目	三年目	四年目
既存買入れ額	6兆円	6兆円	6兆円	0兆円
提言によるTOPIX増加額	12兆円	6兆円	0兆円	0兆円
総買入れ額	18兆円	12兆円	6兆円	0兆円

出典：日本銀行 HP を基に筆者独自に作成

図表 4-2-2 より二つ目のパターンとしては、一年目に TOPIX 連動型 ETF を 18 兆円、二年目に TOPIX 連動型 ETF を 6 兆円、三年目には ETF 買入れそのものを終了するという案を提言する。

図表 4-2-2　ETF 買入れ額拡大の想定パターン 2

パターン2	一年目	二年目	三年目	四年目
既存買入れ額	6兆円	6兆円	0兆円	0兆円
政策によるTOPIX増加額	18兆円	6兆円	0兆円	0兆円
総買入れ額	24兆円	12兆円	0兆円	0兆円

出典：日本銀行 HP を基に筆者独自に作成

以上の 2 パターンの想定は、どちらも一年目に大規模な増額を実施しており、消費者物価上昇率 2%を達成するための起爆剤としての役割は十分に果たすことができる。加えて、どちらのパターンでも四年目までには ETF 買入れを終了するため、浮動株の問題にも対処することが可能となっている。

このように日本銀行による ETF 買入れ拡大が引き金となり、消費と投資の増加が基盤となって一国の総支出の引き上げや株式市場の活性化といった正の循環を引き起こす。この過程を通じて正の GDP ギャップが拡大することで、安定的な消費者物価上昇率 2%の達成が実現すると私たちは考える。

第 3 節　出口政策

本節では、まず出口政策を実施した場合に懸念される利上げの影響の仕組み

を解説した。次に、安定的に物価目標 2%を達成した時点で、買入れを行った ETF と残された国債、及び非伝統的金融政策によって累積したマネタリーベースに対して実施する出口政策を提言する。

第１項　出口政策における利上げの影響

日本銀行による出口政策によって、短期金利に上昇圧力がかかる。短期金利の上昇は長い目で見て、長期金利の上昇の要因となる。長期金利が上昇することで、実体経済に様々な影響を与える。理論的に、長期金利が上昇することは、企業による資金調達コストの増加を意味するため、設備投資の押し下げ要因であると考えられる。しかし、第２章でも述べた通り、近年の日本における金利と設備投資は理論通りの関係性が薄いことがわかっている。そのため、出口政策が設備投資の押し下げ要因になることはない。

一方で、長期金利の上昇は、それと連動性の高い貸出金利の上昇をもたらす。貸出金利の上昇は、民間銀行の資金運用益を増加させるため、現行の金融政策における副作用の１つである、民間金融機関の収益圧迫・財務悪化の改善につながる。

第２項　マネタリーベースに対する政策提言

非伝統的金融政策によって累積したマネタリーベースの出口政策として、私たちは有利子手形の売出オペを提言する。具体的には、日本銀行自身が有利子手形を作成し、市場に売り出すことで保有残高の減額を進めていく。通常、この手形は割引価値で市場に売却されるため、日本銀行は利払いコストを負担する必要がある。しかし今回、私たちの政策によって正の循環が発生しているため、日本銀行が保有している ETF の価値は増大していく。ETF の時価評価額の上昇は評価益の増加をもたらす。よって、日本銀行は保有している ETF の配当金や売却による売却益が確保できる。これらの利益を利用することで、日本銀行の売出オペで生じる金融機関への利子払いコストを賄うことが可能となる。

以上の手法により、日本銀行によるコストを抑えたマネタリーベースの吸収が実現する。

第 3 項　国債保有残高に対する政策提言

私たちは、非伝統的金融政策によって国債市場に生じた取引低迷や銀行収益悪化などの副作用を指摘してきた。これらの副作用に対処するために、速やかに国債市場の正常化を行う必要がある。

提言する出口政策は日本銀行が保有している国債の償還への再投資を停止し、国債の平均残存期間を短期化させ、国債を償還させる出口政策である。まず物価目標 2%が達成するまでに、徐々に国債買入額を 0 に減少させ、保有残高が減少しないように償還分は再投資を行う。ETF 買入れ政策により、物価目標 2%が安定的に達成したタイミングで、国債の償還に対する再投資を停止する。国債の償還を停止するということは、新発 10 年物国債が日本銀行のバランスシートに流入しない。したがって、保有している長期国債の割合が低下し、次第に国債の平均残存期間が短期化していく。以上のプロセスによって、日本銀行が保有する国債保有残高が減少していく。

第 4 項　ETF 保有残高に対する政策提言

私たちは、資産効果へ働きかけ消費者物価上昇率 2%を達成するために、現行政策の倍額の ETF 買入れを 2%達成の起爆剤として提言してきた。しかし、これは金融政策として物価目標を達成するために ETF 買入れを行ってきたことであり、ETF を起爆剤として正の循環が達成された社会になっていれば日本銀行が買い入れた ETF を持ち続けることは株式の流動性の観点からも好ましくはない。よって買い入れた ETF に対しては、売却という形で保有残高の縮小を行っていく必要がある。日本銀行の売却行動によっては市場へ大きなインパクトを与えかねないため、インパクトを考慮した売却方法が望ましい。

終章

本稿では、日本銀行の現行政策を評価し、市場の不確実性が企業の設備投資を抑制しているために、実体経済の成長ができていないことを確認した。このことから現行の金融政策では、2%の物価目標を達成することは出来ないという結論に至った。

しかしオーバーシュート型コミットメントを採用していることから、今後の日本銀行の信用のためにも物価目標の変更は望ましくない。このまま大量に国債を買入れ、保有を続けていると、金融機関の収益悪化や国債市場の低迷といった副作用が拡大していき、市場を混乱させてしまう恐れがある。

そこで国債は、金融システムの安定化のために買い入れの縮小、ETF は資産効果に働きかけ、市場の不確実性を解消するために買入れの拡大を提言する。これにより家計の消費を促し、市場の不確実性を解消する。市場の不確実性が解消されると、企業は設備投資を行い、生産を拡大することができる。その結果、GDP 構成要因の消費、投資、純輸出が増加し、GDP ギャップの改善と物価上昇が達成される。

しかし、2%の物価目標を達成するために ETF や国債を大量に保有しており、金融政策のあり方としては望ましくない。そのため 2%の物価目標を達成した後の出口政策として ETF の売却と国債の買入れ額の減少を行う。これによって日本銀行のバランスシートが正常化し、金融システムの安定化を図ることが可能となる。

参考文献・参考 URL

【参考文献】

・雨宮正佳（2018)「経済・産業・実務シリーズ　最近の金融政策の運営について」,『証券アナリストジャーナル』2018 年 3 月 56 巻 3 号 pp.56-70 日本証券アナリスト協会

・鮎岡仁（2017)『日銀と政治暗闘の 20 年史』朝日新聞出版

・伊藤隆敏(2013)『インフレ目標政策』 日本経済新聞出版社

・井上哲也(2013)『異次元緩和 黒田日銀の戦略を読み解く』日本経済新聞出版社

・今井幸英(2017)「日本銀行の ETF 買入の現状と課題」,『証券アナリストジャーナル』2017 年 1 月 55 巻 1 号 pp.24-34 日本証券アナリスト協会

・岩田一政・佐三川郁子(2018)『金融正常化へのジレンマ』日本経済新聞出版社

・岩田規久男(2000)『ゼロ金利の経済学』ダイヤモンド社

・岩田規久男(2000)『金融政策の論点』 東洋経済新報社

・植田和男(2006)『ゼロ金利との闘い』日本経済新聞社

・鵜飼博史（2006)「量的緩和政策の効果：実証研究のサーベイ」,『金融研究』2006 年 10 月 25 巻 3 号 pp.1-45 日本銀行金融研究所

・内田真人(2013)「非伝統的金融政策の効果と限界：デフレ脱却と金融政策」,『経済研究年報』2013 年 4 月 26 号 pp.129-160 成城大学

・河田剛(2017)「日本の ETF 市場の特徴」,『証券アナリストジャーナル』2017 年 1 月 55 巻 1 号 pp.7-14 日本証券アナリスト協会

・木内登英(2017)『異次元緩和の真実』日本経済新聞出版社

・木内登英(2018)「金融緩和政策縮小と新興国経済―出口戦略がもたらすリスクの考察―」,『月刊金融ジャーナル』2018 年 6 月号 pp.12 金融ジャーナル社

・熊倉修一（2013)『中央銀行と金融政策』晃洋書房

・児玉俊介(2013)『ベーシックマクロ経済学第２版』中央経済社

・児玉俊介(2013)「安定化政策の運営」,『経済論集』2013 年３月 38 巻２号 pp.35-55　東洋大学経済研究会

・児玉俊介(2017)「非伝統的金融政策の効果と弊害」,『経済論集』2017 年 3 月 42 巻 2 号 pp.87-105
・小林照義(2017)『金融政策』 中央経済社
・齊藤壽彦 (2015)「近年における日本の金融政策と財政ファイナンス」 2015 年 9 月 千葉商大論叢 53 巻 1 号 pp.17-39 千葉商科大学
・齊藤壽彦 (2016)「日本銀行のマイナス金利政策とその影響―副作用を中心として―」2016 年 9 月 千葉商大論叢 54 巻 1 号 pp.1-27 千葉商科大学
・柴崎健 (2014)『金融緩和のもとでの国債リスク』中央経済社
・島村髙嘉・中島真志(2017)『金融読本』 東洋経済新報社
・白井さゆり(2014)「量的・質的金融緩和政策とポートフォリオ・リバランス」『月刊資本市場』 2014 年 10 月号 p.4-11 資本市場研究会
・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
・白川浩道(2016)「イールドカーブのフラット化で金融機関の資金利益が悪化」,『週刊エコノミスト』2016 年 4 月 94 巻 15 号 pp.36-37 毎日新聞出版
・白川方明(2008)『現代の金融政策－理論と実際』日本経済新聞出版社
・鈴木和志(2001)『設備投資と金融市場』東京大学出版会
・鈴木克洋(2013)「量的・質的金融緩和の波及経路の整理：異次元緩和の効果とリスク」『経済のプリズム』参議院事務局企画調査室編 2013 年 10 月 p.1-24 参議院事務局企画調整室
・須田美矢子(2014)『リスクとの闘い』日本経済新聞出版社
・須田美矢子(2015)「量的・質的金融緩和の先行きと出口戦略について：量的緩和時代の経験を参考に」『月刊資本市場』359 号 2015 年 7 月号 pp.12-22 資本市場研究会
・高田創(2017)『シナリオ分析 異次元緩和の脱出』日本経済出版
・竹田陽介・矢島康次(2013)『非伝統的金融政策の経済分析―資産価格からみた効果の検証―』日本経済新聞出版社
・チャールズ・ユウジ・ホリオカ (1993)「キャピタル・ゲインと家計消費・貯蓄」,『住宅土地経済 NO.7,1993 Winter』pp.17-23,
財団法人日本住宅総合センター

・徳島勝幸（2015)「金融緩和による債券市場の機能低下に対する危惧」
『月刊資本市場』356 号 2015 年 4 月 pp.4-12 資本市場研究会
・内藤友紀(2018) 「非伝統的金融政策の効果と出口戦略―金融緩和縮小のリスク―」,『月刊金融ジャーナル』2018 年 6 月号 pp.20,金融ジャーナル社
・中村保（2012)「不確実性下の投資決定：展望論文」『山口経済学雑誌』
2012 年 3 月 47 巻 3 号 pp.901-920 山口大学経済学會
・南波浩史(2017)『金融変数と実体経済の因果性 VAR モデルによる実証研究』
株式会社晃洋書房
・日本経済研究センター(2016)『激論 マイナス金利政策』日本経済新聞出版社
・野口悠紀雄(2015)「『超』整理日記 売上高が減少するため設備投資が減少する」『週刊ダイヤモンド』2015 年 5 月 103 巻 18 号 pp.120-121
ダイヤモンド社
・野村淳一（2004)「家計消費とキャピタル・ゲイン：日本・韓国・台湾の比較研究」『東亜経済研究』2012 年 3 月 62 巻 4 号 pp.551-573 東亜経済研究會
・蓮井康平・小林照義(2013)「金融市場と金融政策の波及経路」『国民経済雑誌』
2013 年 2 月 207 巻 2 号 pp.65-78 神戸大学経済経営学会
・原田喜美枝(2017)「ETF の活用事例について」,『証券アナリストジャーナル』2017 年 1 月 55 巻 1 号 pp.15-23 日本証券アナリスト協会
・原田泰・齊藤誠(2014)『徹底分析 アベノミクス 成果と課題』中央経済社
・早川英男(2016)『金融政策の「誤解」―”壮大な実験”の成果と限界』
慶應義塾大学出版会株式会社
・林文夫（2007)『経済停滞の原因と制度 経済制度の実証分析と設計
第 1 巻』勁草書房
・林文夫（2007)『金融機能の不全 経済制度の実証分析と設計 第 2 巻』
勁草書房
・春井久志(2017)「非伝統的金融政策―日本銀行と欧州中央銀行を中心に―」
『証券経済研究 / 日本証券経済研究所 編』2017 年 6 月 98 号 pp.19-38
日本証券経済研究所
・廣江満郎（2001)『資産効果と財政金融政策―資産効果に関するマクロ経済理論および実証分析―』関西大学出版

・真壁昭夫(2014)『よくわかる金融政策の見方・読み方』 近代セールス社
・宮尾龍蔵 (2014)「銀行機能の低下と 90 年代以降のデフレ停滞:『貸し渋り』説と『追い貸し』説の検討」,『論争 日本の経済危機－長期停滞の真因を解明する』内閣府経済社会総合研究所編,第 7 章,p.217-243
・宮尾龍蔵(2009)「日本の設備投資行動：1990 年代以降の不確実性の役割」『金融研究』2009 年 3 月 28 巻 1 号 p.1-22 日本銀行金融研究所
・宮尾龍蔵(2016)『非伝統的金融政策』 有斐閣
・森田京平(2016)「量的・質的金融緩和からの出口に関する一考察」『証券経済学会年報』2016 年 7 月 51 号 pp.3-9 証券経済学会
・山口勝業 (2016)「株式リスクプレミアムの時系列変動の推計―日米市場での 62 年間の実証分析―」『証券経済研究 / 日本証券経済研究所 編』2016 年 3 月 96 号 pp.103-111 日本証券経済研究所
・湯本雅士(2013)『金融政策入門』株式会社 岩波文庫
・良永晃子(2018)「米欧英の非伝統的金融政策の出口の動向」『調査と情報 = Issue brief』No.996,p1-11
・若田部昌澄(2017)「日本経済の現状と金融・財政政策の展望：アベノミクスの再起動に向けて」『資本市場 / 資本市場研究会 編』2017 年 12 月 388 号 pp.14-23 資本市場研究会
・*Masayuki Morikawa*(2016)*「Business uncertainty and investment: Evidence from Japanese companies」,『Journal of Macroeconomics』Volume 49, Pages 224-236*

【参考 URL】

・井出真吾(2017)「「日銀は株価を歪めていない」は本当か」
<http://www.nliresearch.co.jp/files/topics/54262_ext_18_0.pdf?site=nli> 2018 年 11 月 5 日アクセス

・井出真吾(2018)「日銀の出口に関する考察 ETF の含み益で個人の資産形成を」
<http://www.nliresearch.co.jp/files/topics/58792_ext_18_0.pdf?site=nli> 2018 年 10 月 9 日アクセス

・井出真吾・竹原均(2017)「日本銀行による ETF 買い入れが株価発見に与えた影響:個別銘柄ティックデータを用いた分析」
<http://www2.kansaiu.ac.jp/jfa/docs/JFA2017%E7%AB%B9%E5%8E%9F%E5%9D%87.pdf> 2018 年 9 月 6 日アクセス

・岩田規久男(2013)「「量的・質的金融緩和」のトランスミッション・メカニズム」
<http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2013/date/ko130828a1.pdf> 2018 年 9 月 3 日アクセス

・岩田規久男(2013)「「量的・質的金融緩和」の目的とその達成のメカニズム」
<https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2013/data/ko131018a1.pdf> 2018 年 10 月 9 日アクセス

・宇南山卓・古村典洋(2014)「アベノミクス期を用いた資産効果の計測」
<https://www.mof.go.jp/pri/research/discussion_paper/ron263.pdf>
2018 年 9 月 6 日アクセス

・大木剛ほか(2018)「異次元緩和長期化の副作用 様々な関係者の「持続性」を共有していく必要性」
<https://www.mizuhori.co.jp/publication/research/pdf/insight/mk181024.pdf> 2018 年 11 月 5 日アクセス

・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」
<https://www.mizuhori.co.jp/publication/research/pdf/insight/mk161025.pdf> 2018 年 10 月 16 日アクセス

・小野有人（2018)「止まらぬ銀行収益力低下　過度な預金流入の抑制を」,『日本経済新聞』,2018 年 6 月 27 日付
<https://www.nikkei.com/article/DGKKZO32248530W8A620C1KE8000/>
2018 年 10 月 18 日アクセス
・金融調査研究会(2017)「新次元の金融政策のあり方」
<https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/news/news290341_1.pdf>
2018 年 9 月 6 日アクセス
・黒田東彦(2017)「「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」導入半年を経て―ロイター・ニュースメーカーにおける講演―」
<https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2017/data/ko170324a1.pdf>　2018 年 10 月 2 日アクセス
・黒田東彦(2018)「最近の金融経済情勢と金融政策運営―きさらぎ会における講演―」
<https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2018/data/ko180510a1.Pdf>　2018 年 9 月 6 日アクセス
・黒田東彦(2014)「２％の「物価安定の目標」の早期実現と日本経済の持続的な成長に向けて」
<https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2014/data/ko140623a2.pdf>
・厚生労働省（2018)「毎月勤労統計調査」
<https://www.mhlw.go.jp/toukei/list/30-1.html>
2018 年 10 月 23 日アクセス
・後藤達也（2018)「国債市場、空洞化深まる　10 年債は 0.0%半ばで膠着」,『日本経済新聞』2018 年 7 月 2 日付
<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO32515330S8A700C1EN2000/?n_cid=SPTMG002>　2018 年 8 月 6 日アクセス
・斎藤太郎(2018)「設備投資の回復は本物か？」
<http://www.nliresearch.co.jp/files/topics/59067_ext_18_0.pdf?site=nli>　2018 年 10 月 29 日アクセス

・櫻井眞(2018)「我が国の経済・物価情勢と金融政策―秋田県金融経済懇談会における挨拶要旨―」
<http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2018/data/ko181011a1.pdf> 2018年10月15日アクセス
・週刊東洋経済Plus (2016)「金融政策の大転換　マイナス金利とは」02/13号,2016 <https://premium.toyokeizai.net/articles/-/6280> 2018年10月15アクセス
・総務省統計局(2018)「消費者物価指数に関するQ&A」
<https://www.stat.go.jp/data/cpi/4-1.html>
・総務省統計局(2016)「日本銀行におけるCPI消費税調整について」
<http://www.stat.go.jp/info/kenkyu/cpi/pdf/007-3.pdf>
・総務省統計局(2018)「労働力調査　長期時系列データ」
<https://www.stat.go.jp/data/roudou/longtime/03roudou.html#hyo_1> 2018年10月23日アクセス
・大和総研(2013)「異次元の金融政策を検証する」
<https://www.dir.co.jp/report/research/economics/japan/20130402_007010.pdf> 2018年7月9日アクセス
・高田創(2015)「日銀はどこまで国債を買えるのか、2020年に国債は買占めだ」
<https://www.mizuhori.co.jp/publication/research/pdf/today/rt150227.pdf> 2018年9月1日アクセス
・高田創(2018)「緊急リポート:日銀の金融政策修正期間は今後半年程度だけ」
<https://www.mizuhori.co.jp/publication/research/pdf/today/rt180727.pdf> 2018年9月6日アクセス
・内閣府(2013)「年次経済財政報告書」
<http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je13/pdf/p01010.pdf>
2018年8月6日アクセス
・日本銀行 (2015)「総裁記者会見要旨」
<https://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2015/kk1511a.pdf>
2018年11月8日アクセス

・日本銀行(2016)「「量的・質的金融緩和」の導入について」
<https://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130404a.pdf>
2018年10月10日アクセス
・日本銀行(2016)「「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総括的な検証」
<https://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921b.pdf>
2018年10月15日アクセス
・日本銀行(2016)「目で見る金融緩和の「総括的な検証」と「長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策」」
<https://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921c.pdf>
2018年10月2日アクセス
・日本銀行(2016)「金融緩和強化のための新しい枠組み：長短金利操作付き量的・質的金融緩和」
<https://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921a.pdf>
2018年7月4日アクセス
・日本銀行(2018)「経済・物価情勢の展望（2018年7月)」
<http://www.boj.or.jp/mopo/outlook/index.htm/>
2018年9月6日アクセス
・日本銀行(2018)「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_2018/g180615.pdf>
2018年9月6日アクセス
・日本銀行金融市場局(2017)「2017年度の金融市場調節」
<https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2018/data/ron180528a1.pdf>
2018年7月4日アクセス
・日本銀行調査統計局(2017)「需給ギャップと潜在成長率の見直しについて」
<https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2017/data/ron170428a.pdf>
2018年9月6日アクセス

・日本経済新聞（2017)「消えた長期金利　国債売買 1 日半成立せず」
2017 年 5 月 2 日付
<https://www.nikkei.com/article/DGXLASDF01H10_R00C17A5000000/>
2018 年 8 月 6 日アクセス
・日本経済新聞(2018)「企業の資金余剰、7 年ぶり高水準　収益拡大も設備投資鈍く」2018 年 6 月 27 日付
<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO32326350X20C18A6EE8000/>2018 年 11 月 9 日アクセス
・日本経済新聞（2018)「国債市場、価格決定機能の低下を懸念 日銀の関係者会合要旨」2018 年 6 月 21 日付
<https://www.nikkei.com/article/DGXLASFL21HPK_R20C18A6000000/>
2018 年 8 月 6 日アクセス
・日本経済新聞(2018)「<金利>10 年債、取引成立せず」2018 年 7 月 5 日付朝刊
<https://r.nikkei.com/article/DGKKZO32626790U8A700C1EN1000?type=my#IAAUAgAAMA>　2018 年 8 月 6 日アクセス
・日本経済新聞（2018)「ETF「購入減」に困惑　見えない日銀の真意」
<https://www.nikkei.com/article/DGKKZO34352550Q8A820C1EN1000/>
2018 年 8 月 21 日アクセス
・根本寛之（2018)「日銀の ETF 買入政策の功罪―当面の副作用には社外取締役役による強化を―」
<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/10382.pdf>　2018 年 10 月 16 日アクセス
・櫨浩一(2017)「GDP ギャップと物価のつながりはどの程度か　GDP ギャップのわずかな違いには意味がない」,『東洋経済 ONLINE』2017 年 6 月 26 日付
＜https://toyokeizai.net/articles/-/177350＞2018 年 10 月 12 日アクセス
・畠田敬（2005)「収入に関する不確実性及び費用に関する不確実性が設備投資に及ぼす影響について」
<http://www.eco.nihon-u.ac.jp/center/economic/publication/pdf/02-04hatakeda.pdf>　2018 年 10 月 15 日アクセス

・福田直之（2016)「日銀が日本初の「マイナス金利政策」」
<https://asagaku.com/chugaku/newswatcher/5817.html>
2018 年 8 月 6 日アクセス
・真壁昭夫(2016)「我が国の金融政策」
<https://job.career-tasu.jp/finance/columns/pro002/016>
2018 年 7 月 10 日アクセス
・松本直樹(2013)「金融緩和のアナウンスメント効果」
<https://ci.nii.ac.jp/els/contentscinii_20180325191821.pdf?id=ART0010133570>2018 年 9 月 6 日アクセス
・みずほ総合研究所（2016)「なぜ賃上げは本格化に至らないのか」
< https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/research/r160401japan.pdf> 2018 年 11 月 8 日アクセス
・みずほ総合研究所(2018)「日銀の政策修正は限定的に留まる―不確実性は残存、更なる政策修正のハードルは高い―」
<https://www.mizuhori.co.jp/publication/research/pdf/insight/mk180802.pdf> 2018 年 10 月 11 日アクセス
・三菱 UFJ 信託銀行（2017)「債券市場からみた日銀の金融政策」
<https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201707_1.pdf>
2018 年 8 月 6 日アクセス
・山本謙三(2017)「なぜ中央銀行の債務超過は困るのか？～価格発見機能の低下の論点から」
<http://www.keieiken.co.jp/pub/yamamoto/column/column_171101.html>
2018 年 8 月 6 日アクセス
・吉田充ほか（2016)「人口構造の変化が個人消費に与える影響について」<http://www5.cao.go.jp/keizai3/discussion-paper/dp164.pdf> 2018 年 10 月 24 日アクセス
・Bloomberg(2018)「ECB は資産購入を 12 月で終了へ、10 月からは減額」
<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2018-06-14/PABAPE6KLVR601>2018 年 10 月 30 日アクセス

・NHK NEWS WEB（2017)「マイナス金利１年　効果と副作用は？」2017 年 2 月 7 日付 〈https://www3.nhk.or.jp/news/0209mainasukinri/2017_0207.html〉 2018 年 10 月 15 日アクセス

【参考 HP】

・一般社団法人全国地方銀行協会 HP 〈http://www.chiginkyo.or.jp/app/contents.php?category_id=7〉 2018 年 9 月 6 日アクセス
・政府統計の総合窓口　〈https://www.e-stat.go.jp〉 2018 年 10 月 26 日アクセス
・総務省統計局 HP　〈http://www.stat.go.jp〉　2018 年 9 月 6 日アクセス
・総務省統計局：人口推計　〈http://www.stat.go.jp/data/jinsui/〉 2018 年 10 月 30 日アクセス
・投資信託協会 HP　〈https://www.toushin.or.jp/〉 2018 年 10 月 9 日アクセス
・内閣府 HP 〈http://www.cao.go.jp/index.html〉 2018 年 10 月 30 日アクセス
・日本銀行 HP 〈http://www.boj.or.jp/〉　2018 年 9 月 6 日アクセス
・日本銀行: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 〈http://www3.boj.or.jp/market/jp/menu_etf.htm〉 2018 年 10 月 30 日アクセス
・日本銀行：時系列統計データサイト 〈http://www.stat-search.boj.or.jp/index.html〉 2018 年 10 月 30 日アクセス
・日経プロフィル HP 〈https://indexes.nikkei.co.jp/nkav〉 2018 年 10 月 30 日アクセス
・野村証券 HP　〈https://www.nomura.co.jp/terms/〉 2018 年 9 月 6 日アクセス
・Yahoo!Finance:S&P500 〈https://finance.yahoo.com/quote/%5EGSPC/〉 〈https://finance.yah2018 年 10 月 30 日アクセス