平成 30 年度証券ゼミナール大会

第四テーマ

日本銀行の金融政策と証券市場

和歌山大学　簗田ゼミ　A 班

目次

序章 1
第Ⅰ章：「量的・質的金融緩和」の理論と実際 2
第一節：日銀による大規模な金融緩和政策の流れ 2
第一項：「量的・質的金融緩和」の導入 2
第二項：「マイナス金利政策」の導入 3
第三項：「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入 3
第四項：政策金利のフォワードガイダンスを導入 4
第Ⅱ章：金融政策が証券市場の役割に与えた影響 6
第一節：国債市場への影響 6
第一項：国債市場への効果 7
第二項：国債市場への副作用 7
第二節：株式市場への影響 9
第一項：ETF 市場への影響 10
第二項：J-REIT 市場への影響 11
第Ⅲ章：現行政策への賛否意見 13
第一節：リフレ理論の是非 13
第一項：リフレ政策について 13
第二項：リフレ政策の限界 13
第二節：現行政策の目標設定の是非 15
第Ⅳ章：金融政策のあるべき姿 16
第一節：諸外国の正常化に向けた動き 16
第一項：FRB の正常化 16
第二項：ECB の正常化 19
第二節：出口政策の提言 22
第一項：出口政策のプロセス 22
第二項：国債のステルステーパリング 23
終章 23
参考文献 25

序章

リーマンショック以降、多くの主要先進諸国の中央銀行は“非伝統的金融政策”と呼ばれる金融政策を実施してきた。その形式は各中央銀行により異なるが、多くは政策金利の大幅な引き下げと、中央銀行による大規模な資産購入を行うことによる“量的緩和 “であった。

このような非伝統的金融政策であるが、ただし日本においてはバブル崩壊以降から行われてきたものである。簡単にまとめると次のようなものであった。バブル崩壊後の金融不安低下で、当時の速水優日銀総裁氏は 98 年 9 月には政策金利を 0.25%に引き下げ、その後 99 年 2 月には「ゼロ金利政策」を導入した。この政策は 2000 年 8 月には一度解除されものの、しかし金融市場の回復をみなかったため 2001 年 3 月に操作目標を金利から量に変更する「量的緩和政策」を開始した。2003 年 3 月 20 日に福井俊彦総裁に引き継がれると、量的緩和政策は一層拡大された。目標値である当座預金残高を加速度的に引き上げ、また 2003 年 10 月には「CPI を、単月でゼロ%以上となるだけでなく、基調的な動きとしてゼロ%以上であると判断できること、日本銀行の消費者物価の予測が再びマイナスにはならない」など大規模緩和政策解除までの条件を新たに提示し、市場への中央銀行によるコミットメントも実施した。その後 2006 年 3 月、約 5 年ぶりに量的金融緩和は解除されることとなった。しかし、2008 年 4 月の白川方明総裁就任後、9 月にリーマンショックが発生したことにより再度の大規模金融緩和が必要となり、12 月に政策金利を 0.1%に引き下げた。2010 年 10 月には実質ゼロ金利政策と資産買い入れ基金の創設などを柱とする「包括的な金融緩和政策」を導入した。2012 年 2 月には物価上昇率で当面 1%を目指す「中長期的な物価安定の目途」を導入、さらに 2013 年 1 月に、物価上昇率で 2%を目指す「物価安定の目標」とコミットメントの強化を実施した。そして、2013 年 3 月に黒田東彦が総裁に就任以降は、2%の上昇目標を 2 年程度で達成するとの目標を掲げ、リフレ理論に基づきながらマネタリーベースを増加させ、国債に加えて ETF・J-REIT なども大規模に買い増す“異次元”の「量的・質的金融緩和」の導入を決めた。

今日の我が国は、GDP ベースで見る限り長期にわたる景気回復の状況下にある。しかしながら、2013 年の黒田体制の下で開始された「量的・質的金融緩和」から今日に至るまで、異例の規模および方法による大規模金融緩和を続けるものの、物価安定の実現には未だ達成しておらず、むしろ「量的・質的金融緩和」の開始当初には示されていた物価安定の実現の目途は、現在ではこれを事実上放棄したものであるかのような状況となっている。加えてアメリカやヨーロッパでは非伝統的な金融政策の出口政策を開始しているなか、我が国はまだ出口に向かうことができないまま取り残されている。これは、量的緩和政策やゼロ金利政策をいち早く導入した主要先進国の中央銀行としては恥ずべき状況であろう。

そこで、本稿では、リーマンショック以降に実施された金融政策について、なかでもリフレ理論に支えられた「量的・質的金融緩和」から現行の政策までを考察し、その問題点を検討した上で出口政策についても可能な提言を行いたい。

第Ⅰ章：「量的・質的金融緩和」の理論と実際

第一節：日銀による大規模な金融緩和政策の流れ

本節では、「量的・質的金融緩和」導入以降の金融緩和政策の流れを概観したうえで、金融政策の目的である物価安定の実現と照らし合わせながら考察していく。

第一項：「量的・質的金融緩和」の導入

日本銀行が自ら“異次元緩和”と呼ぶ「量的・質的金融緩和」（Quantitative and Qualitative Easing、以下 QQE1）の始まりは、2013 年 4 月の黒田総裁就任直後であった。具体的には以下のような内容である[1]。

① マネタリーベース・コントロールの採用 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。 ② 長期国債買入れの拡大と年限長期化 イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、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増加するよう買入れを行う。また、長期国債の買入れ対象として 40 年債を含む全ゾーンの国債としたうえで、買入れの平均残存期間を、現状の 3 年弱から国債発行残高の平均並みの 7 年程度に延長する。 ③ ETF、J-REIT の買入れの拡大 ETF および J-REIT の保有残高が、それぞれ年間約 1 兆円、年間 300 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。 ④ 「量的・質的金融緩和」の継続 「量的・質的金融緩和」は 2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に字持続するために必要な時点まで継続する。

QQE1 の導入に際し、「消費者物価の前年比上昇率２％の『物価安定の目標』を、2 年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」ことが目標として明示された。その主な内容は①マネタリーベース目標、②長期国債買入れ、③ETF、J-REIT の買入れ、④金融政策運営方針の４点であった。これらの金融政策手法は、いわゆる“リフレ理論”に拠るものだと考えられている。リフレ理論は、2%の物価安定目標の実現に向けた日銀の強いコミットメントの下でデフレマインドを払拭させ、予想インフレ率を引き上げること。加えて、大量の資産買入れを行うことによって名目長期金利を引き下げる。これらにより、実質長期金利(=名目長期金利−予想インフレ率)を低下させることを想定した理論である。さらに、波及経路として、実質長期金利が押し下げられることにより、消費、住宅投資、設備投資はポジティブに動き需給ギャップは改善される。そして、予想インフレ率とあいまって物価を押し上げることが期待され、さらにこのような状態が続くと人々が信じることで、デフレ脱却、し

[1] 日本銀行（2014）『「量的・質的金融緩和」の導入について』より引用・編集

いては物価安定目標の達成が実現されることが想定され“異次元緩和”の支柱理論として認識された。

その後、増税や原油価格の下落を受けて、2014 年 10 月には QQE1 の拡大（以下 QQE2)、2015 年 12 月には QQE1 を補完するための諸措置（以下 QQE2’）が導入された。QQE2 ではマネタリーベースの年間増加ペースを約 10～20 兆円拡大し約 80 兆円へ、長期国債保有残高の年間増加ペースを約 50 兆から約 80 兆へと変更する等の決定がなされた。また、QQE2’では企業支援として「新たな ETF 買入れ枠の設置」など、円滑な金融緩和の遂行として、「長期国債買入れの平均残存期間の長期化」や「J-REIT の買入限度額の引き上げ」が行われた。

第二項：「マイナス金利政策」の導入

日本銀行は、これまで述べてきたような大規模な金融緩和政策を日本銀行は行ったものの、依然として 2%の物価安定目標の達成には程遠い状況があった。これには、日本銀行の説明によれば原油価格の下落や 2014 年の消費増税が影響しているというが、そのようななかで更なる緩和政策の導入に踏み切った。具体的には、2016 年 1 月、「マイナス金利操作付き量的・質的金融緩和」（以下、マイナス金利付き QQE）が導入された。そして、2016 年 7 月には「金融緩和の強化」（以下、マイナス金利付き QQE’）が行われた。マイナス金利付き QQE ではヨーロッパ中央銀行やスイス国立銀行などに倣ったもので、今までの「量」と「質」に「金利」の次元が追加された。日本銀行の（2016a）を参考にマイナス金利の仕組みをみていく。マイナス金利は金融機関が保有する日本銀行当座預金に対して適用されるが、日本銀行当座預金すべてにマイナス金利が適用されたわけではない。日本銀行は日銀当座預金を基礎残高、マクロ加算残高、政策金利残高の 3 段階の構造に分割し、そのうちの 1 つの階層である政策金利残高にマイナス金利を適用したわけである[2]。つまり、これがマイナス金利であり、2016 年 2 月 16 日より金融機関が保有する日銀当座預金に▲0.1%のマイナス金利が適用されることで、金融機関から市中への貸出が期待された。また、マイナス金利付き QQE’では ETF の保有残高増加ペースを QQE2 以降の年間約 3.3 兆円から年間約 6 兆円に相当するペースへとする「ETF の買入額の増額」が決定された。

第三項：「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入

2016 年 9 月の金融政策決定会合でマイナス金利付き QQE を強化する形で、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和（以下、長短金利操作付き QQE)」を導入することを決定した。その主な内容としては①イールドカーブ・コントロール（以下、YCC）と②オーバーシュート型コミットメントの 2 点であった。詳しくは以下の通りである[3]。

---

[2] ①「量的・質的金融緩和」のもとで各金融機関が積み上げた既往の残高である基礎残高には+0.1%、②所要準備に相当する残高、貸出支援基金および被災地金融機関支援オペ残高に相当する金額のマクロ加算残高にはゼロ%、③当座預金残高のうち①と②を上回る部分の政策金利残高に-0.1%

[3] 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

① 長短金利操作（イールドカーブコントロール）
短期金利：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。
長期金利：10 年物国債金利が概ね現状程度（ゼロ%程度）で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れペースは保有残高に年間約 80 兆円の増加をめどとした。
ETF および J-REIT：保有残高がそれぞれ年間約 6 兆円、年間約 900 億円に相当するペースで増加するように買入れを行う。
CP 等、社債等：それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持する。
② オーバーシュート型コミットメント
2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な辞典まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。

①YCC の導入背景には、「総括的な検証」[4]で確認されたように日本経済が日本銀行当座預金へのマイナス金利適用と長期国債の買い入れの組み合わせにより、物価の持続的な下落という意味でのデフレではなくなったことがある。そこで YCC は長期金利操作を円滑に行うために新しいオペレーションとして加えられた。

②オーバーシュート型コミットメントの導入背景として、物価が上がらず低位で推移している現状で、適合的な期待による物価の引き上げには不確実性があり、時間もかかることが予想されるから期待形成の信認を高めることが求められていた。そこでフォワードルッキングな期待形成の役割が重要視されオーバーシュート型コミットメントが導入された。

第四項：政策金利のフォワードガイダンスを導入

2018 年 7 月日銀は、「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強めるとともに、長短金利操作付き量的・質的金融緩和の持続性を強化するため、政策金利のフォワードガイダンスを導入した。詳しくは以下の通りである。

①政策金利のフォワードガイダンス
当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持
②長短金利操作（イールドカーブコントロール）
短期金利：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。
長期金利：10 年物国債金利が概ね現状程度（ゼロ%程度）で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れペースは保有残高に年間約 80 兆円の増加をめどとした。
ETF および J-REIT：保有残高がそれぞれ年間約 6 兆円、年間約 900 億円に相当するペースで増加するように買入れを行う。
CP 等、社債等：それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持する。

金融緩和」』より編集

[4] 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の総括的な検証

新たに追加した政策金利のフォワードガイダンスの導入背景には、物価が経済・雇用情勢に比べて弱めの動きを続けているが挙げられる。これには企業の慎重な賃金・価格設定スタンスや値上げに対する家計の慎重な見方の継続といった要因が複合的に作用していると考えられることから、金融市場調節や資産の買入れをより弾力的に運営していくことで、新QQEの持続性を強化し、需給ギャップがプラスの状態をできるだけ長く続けることを目的とし、政策金利のフォワードガイダンスを導入した。

ところで、日銀は2%の物価安定目標の達成をQQEの導入時から強く打ち出していた。逆に言えば、物価安定の達成への決意と、それを達成するまで大規模緩和を行うことを市場に約束し続けることで期待インフレ率の上昇を意図してきた。これについて、ここ最近で変化が見られる。具体的に、図表 1 の金融政策決定会合後に発表される「経済・物価情勢の展望」で示される物価安定の実現目標に関する記載と、これまで述べてきた金融政策を照らし合わせていく。

図表 1　物価安定目標

日付	金融政策	経済・物価情勢の展望
2013年4月4日	QQE1	消費者物価の前年比上昇率 2%の「物価安定目標」を2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する。
2015年5月1日	QQE2	わが国経済は、2016年度前半頃に2%程度の物価上昇率を実現し、その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していく可能性が高いと判断される。[5]
2016年1月30日	マイナス金利付きQQE’	わが国経済は、2017年度前半頃に2%程度の物価上昇率を実現し、その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していく可能性が高いと判断される[6]。
2016年11月2日	長短金利操作付きQQE	先行きの物価を展望すると消費者物価の前年比は、エネルギー価格の動きを反映して 0%程度から小幅のプラスに転じたあと、マクロ的な需給バランスが改善し、中長期的な予想物価上昇率も高まるにつれて、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。今回の物価見通しと比べると、概ね不変である。2%程度に達する時期は、見通し機期間の終盤（2018年度頃）になる

[5] 日本銀行展望レポート 2015年4月、8頁から参照
[6] 日本銀行展望レポート 2016年1月、9頁から参照

		可能性が高い[7]。
2017 年 7 月 21 日	長短金利操作付き QQE	2%程度に達する時期は、2019 年度頃になる可能性が高い[8]。
2018 年 4 月 28 日	長短金利操作付き QQE	2019 年度までの物価見通しを従来の見通しと比べると、概ね不変である。
2018 年 8 月 1 日	長短金利操作付き QQE’	なお、今回の物価の見通しと比べると、下振れている。
2018 年 11 月 1 日	長短金利操作付き QQE’	なお、今回の物価の見通しを従来の見通しと比べると、2018 年度を中心に幾分下振れている。

（出所：日本銀行『経済・物価情勢の展望』）

以上（『経済・物価情勢の展望』）で示した金融緩和政策と金融政策決定会合で発表された経済・物価情勢の展望を照らし合わせながら確認すると、マネタリーバースの拡大、資産買い入れ額の増額などを積極的に行っているにもかかわらず、物価安定の実現の目途は月日を重ねるごとに先延ばしされ、2018 年 4 月 28 日を境に物価安定の実現達成時期が明確にならなくなったことが分かるのではないだろうか。

そして、このことは 2%の物価安定目標の達成に関する市場との約束を事実上放棄したと考えることも可能であろう。もちろん、黒田総裁は現在でも 2%の物価安定目標の達成を事あるたびに明言している。とは言え、その時期を区切らなくなったことは、事実上、これを金融政策運営のマイルストーンとしていた以上、その躓きを意味すると言えよう。

第Ⅱ章：金融政策が証券市場の役割に与えた影響

一連の金融政策が行われるなか、証券市場（主に国際市場と株式市場）はどのような影響を受けたのだろうか。まず、議論の準備のため証券市場の役割について確認しておきたい。二上[9]に拠り整理すれば、証券市場の主な機能には資本移転機能と価格発見機能の二つがある。このうち、本章では価格発見機能に焦点を当てて国債市場と株式市場について検討していく。

第一節：国債市場への影響

国債の買入れは日本銀行の金融政策の手段として伝統的に行われてきたが、QQE が導入されてからは主に長期国債を買入れ、国債の価格を上げ、長期金利を目標の値まで下げるため操作してきた。本節では大量な国債の買入れを行ってきたことにより、国債市場にどのような効果が見られたかを確認し、次に、同市場に出た副作用について述べる。

---

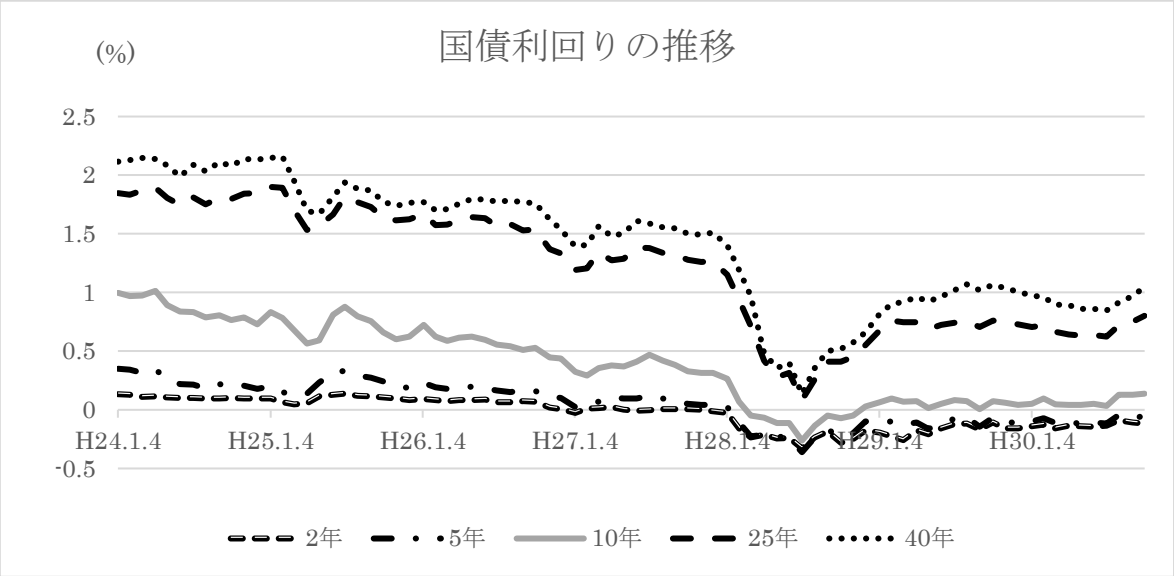
7 日本銀行展望レポート 2016 年 11 月、6 頁から参照
8 日本銀行展望レポート 2017 年 7 月、7 頁から参照
9 二上（2012）「証券市場の機能と証券業務」

第一項：国債市場への効果

これまでの金融政策で現れた効果として国債の価格上昇や利回り低下が挙げられる。

図表 2 では QQE 導入以前から現在までのイールドカーブの推移を表しているが、短期国債利回りは目標どおりマイナス金利の状態になっており、10 年物国債の利回りも 2016 年の長短金利操作付き QQE 以降では 0%付近まで下げることが出来ていることからも国債の価格を上げ、利回りの低下を促すことが出来ており効果が出ていると言えるだろう。

図表 2　国債利回りの推移



(出所　財務省「国債金利情報」より作成)

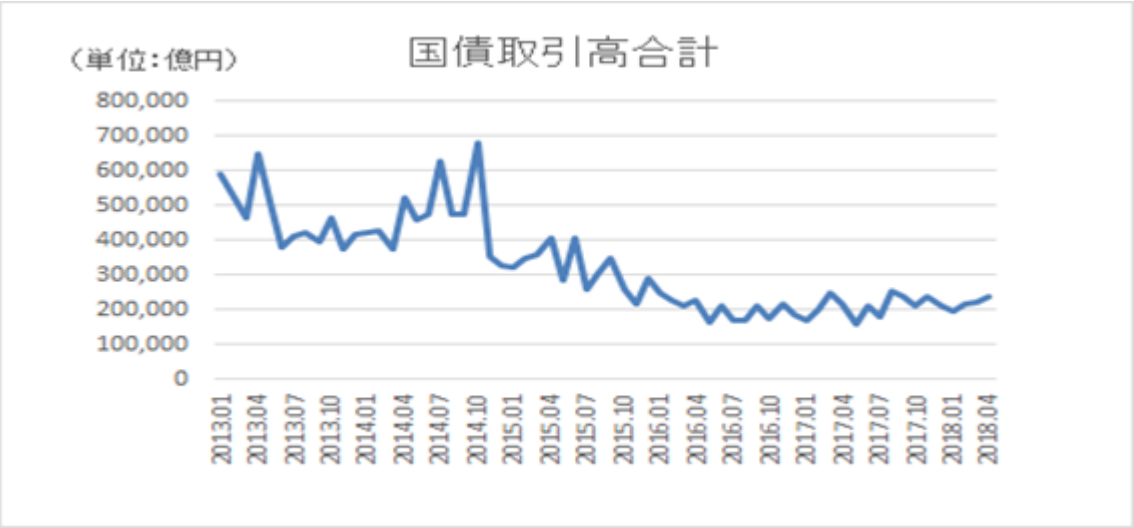
第二項：国債市場への副作用

これまでの金融政策により国債の流動性を低下させ、証券市場の役割の一つである資本移転機能に影響を及ぼしているのではないかと考えられる。国債の流動性を測る指標としてここでは、取引高、日銀の国債保有率、債券市場サーベイの 3 つを挙げ、それぞれの観点から確認していく。

まず図表 2 の国債投資家[10]の合計取引高を見てみると、2014 年 10 月の QQE2 導入以降大幅に下がっていることがわかる。これは QQE2 の際に国債の買入れ額を 50 兆円から 80 兆円に変更したため、頻繁な取引や大口の取引が減ってしまったことが要因として考えられる。また国債の買入れを 2013 年から継続させたことによる市場参加者の減少も考えられるだろう。

[10] 国債投資家には今回、都市銀行、地方銀行、信託銀行、農林系金融機関、第二地方銀行，信用金庫、その他金融機関、生命・損保、投資信託を含めた

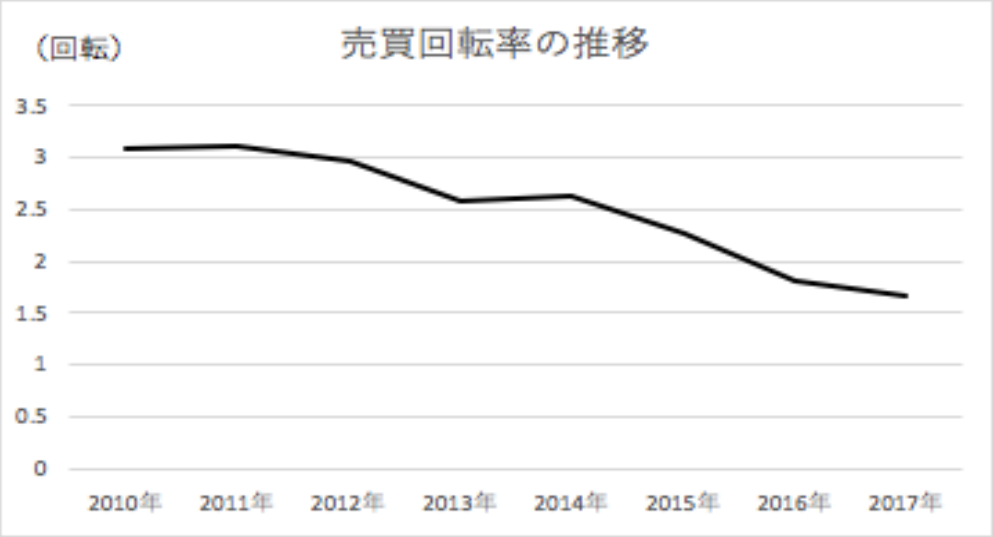
図表 3　国債取引高合計推移



（日本証券業協会（2018）「国債投資家別売買高」より作成[11]

続いて、ある一定期間にどれくらいの頻度で国債が売買されたかの度合いを表す売買回転率(=取引高÷発行残高)について見ていく。一般的に、売買回転率が高いほど活発に取引が行われているとされるが、下図のように低下が続いており、先程述べた国債取引高の減少の影響を受けている。

図表 4　売買回転率の推移

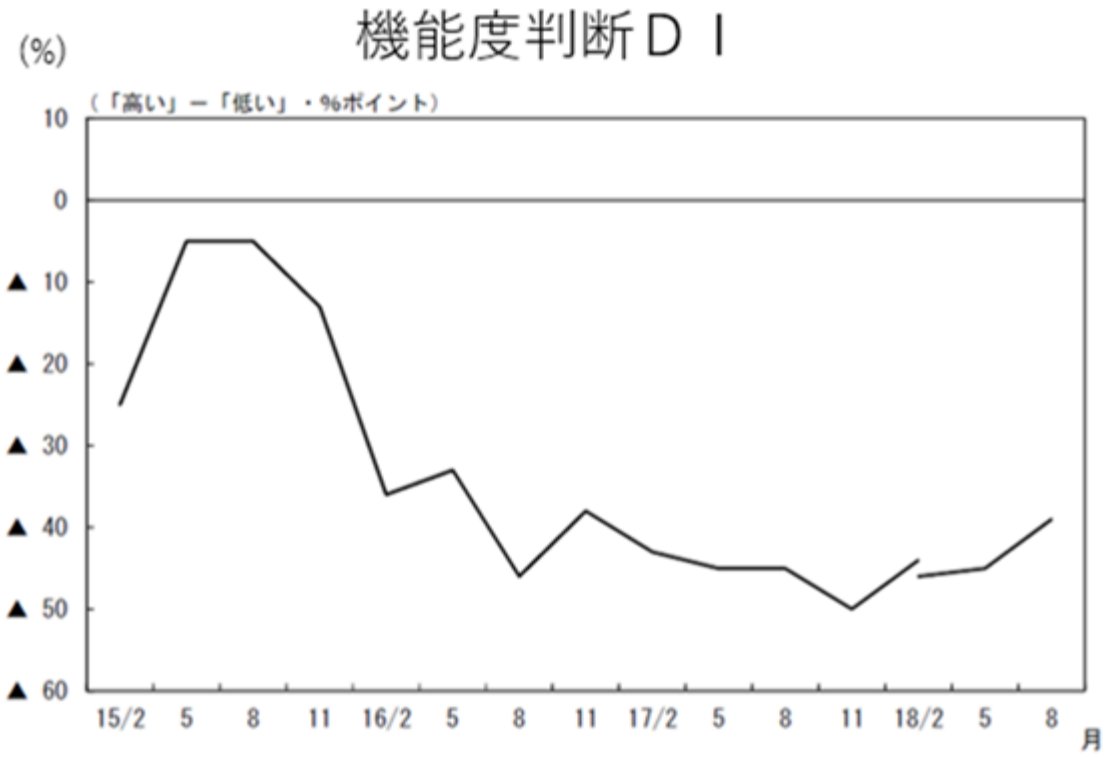


（日本証券業協会(2018) 「国債投資家別売買高」、財務省(2018)「国債・買入金残高の種類別内訳」より作成）

[11]「超長期、長期、中期、割引短期国債，政府短期証券、国庫短期」の取引高合計を算出

最後に日本銀行金融市場局が公開している債券市場サーベイ[12]について確認する。これは国債市場の流動性に関する各種の指標を「国債市場の流動性指標」として概ね四半期毎に公表し、市場参加者との対話により作成されている。さらにこの資料の中では債券市場が円滑に動いているかを示す機能度判断指数（以下 DI）の推移が公表されている。それが図表 5 であるが、2015 年 8 月から下がってきていることがわかる。つまり市場参加者は債券市場の機能が弱まってきていることを感じているのである。

図表 5　機能度判断 DI 推移



（出所 日本銀行『債券市場サーベイ＜2018 年 8 月調査＞』）

以上のことから国債市場の流動性が歪められていることが分かった。さらに流動性の低下により資本移転機能も低下しているといえるだろう。また価格発見機能においては先に述べたように日本銀行が国債の約 40%を保有していることからも低下しているといえるのではないだろうか。

第二節：株式市場への影響

株式市場に期待される効果には共通する波及経路が見込まれている。ETF や REIT といったリスク性資産購入に関して、「資産価格のプレミアムに働きかける観点から」[13]との説

[12] 『日本銀行（2018）「債券市場サーベイ」および「国債市場の流動性指標」の拡充について』参照

[13] 『日本銀行（2013）「量的・質的金融緩和」の導入について』参照

明がなされている。つまり、資産価格を下支えすることにより、価格変動リスクの低下がリスクプレミアムの低下に繋がり、資産価格を押し上げて、押し上げによって経済へ波及効果を目指すものであったと解釈できる。

本説では、ETF と J-REIT それぞれの市場に、上記のような効果があらわれているのか。加えて、ほかにどのような影響を及ぼしているのか明らかにする。

第一項：ETF 市場への影響

まず日本銀行の ETF 買入政策[14]の変化について説明する。もともと ETF を買入れる狙いは株価を押し上げる他に株価の下支えがある。日本銀行の ETF 買入れは、2008 年に起こったリーマンショックでの経済危機から回復させるために 2010 年 11 月から行われはじめた。当初は年間 0.45 兆円を目標として買入れを行なっていた[15]。その後 ETF の買入れは金融緩和政策の一部として行われ始めた。QQE1 では年間 1 兆円、QQE2 では 3 兆円、マイナス金利付き QQE では 3.3 兆円、そして長短金利操作付き QQE では 6 兆円と段階的に買入れ額を引き上げていった。その結果、2018 年 10 月 31 日現在では日本銀行が買入れた ETF の保有残高は約 22 兆 2796 億円になっている。

次に ETF の買入れが株式市場に与えた効果と副作用について説明する。ETF 買入れによる株式市場への効果だが、 日本銀行が金融政策の手段として買入れて以降、買い支え効果もあり日経平均株価は著しい上昇を見せた。これは ETF の買入れのみの影響ではもちろんないが、ETF の買入れが景気への悪影響を防いでいることからも株価の上昇の要因のひとつとなったと考えられるだろう。

こうしたある程度の効果は見られるものの日本銀行が ETF の大量購入を行うことにより、流動性が低下し、価格発見機能が歪められる副作用が出始めている。日本銀行は長短金利操作付き QQE をしている限り ETF を購入しても売却はせず保有したままにする。結果的に、市場に出回っている株数が減少するため、ETF の流動性が低下する。一度日本銀行の ETF の買入れ額と目標額の推移と ETF[16]の株価推移との関係を見ると、日本銀行は ETF を目標保有額と同程度の ETF を保有しており、目標のペース通りに買入れを行っていることが分かる。さらに日本銀行保有の ETF は時価総額ベースで全体の約 77%を保有しており、証券市場の役割の一つである「価格発見機能」が歪めている可能性がある。

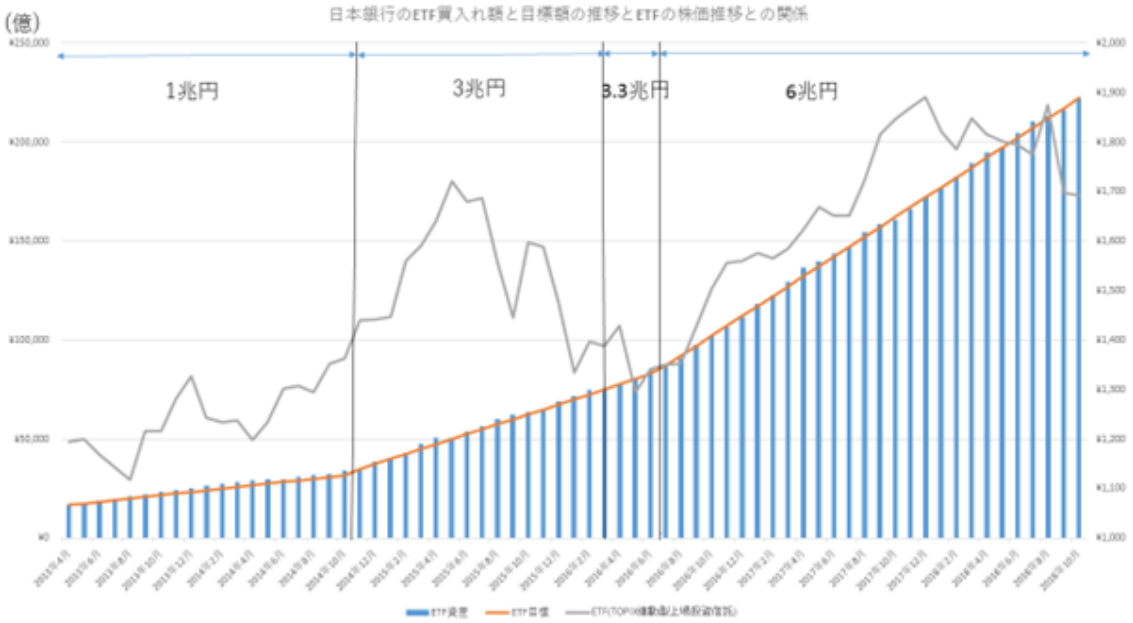
---

[14] 日本銀行の ETF の買入れ対象として、東証株価指数や日経平均株価指数、JPX 日経インデックス 400 に連動するものである。

[15] 日経平均株価と TOPIX に連動する ETF だけを買入れを行った。

[16] TOPIX 連動型上場投資信託

図表 6　ETF 保有残高の推移と株価



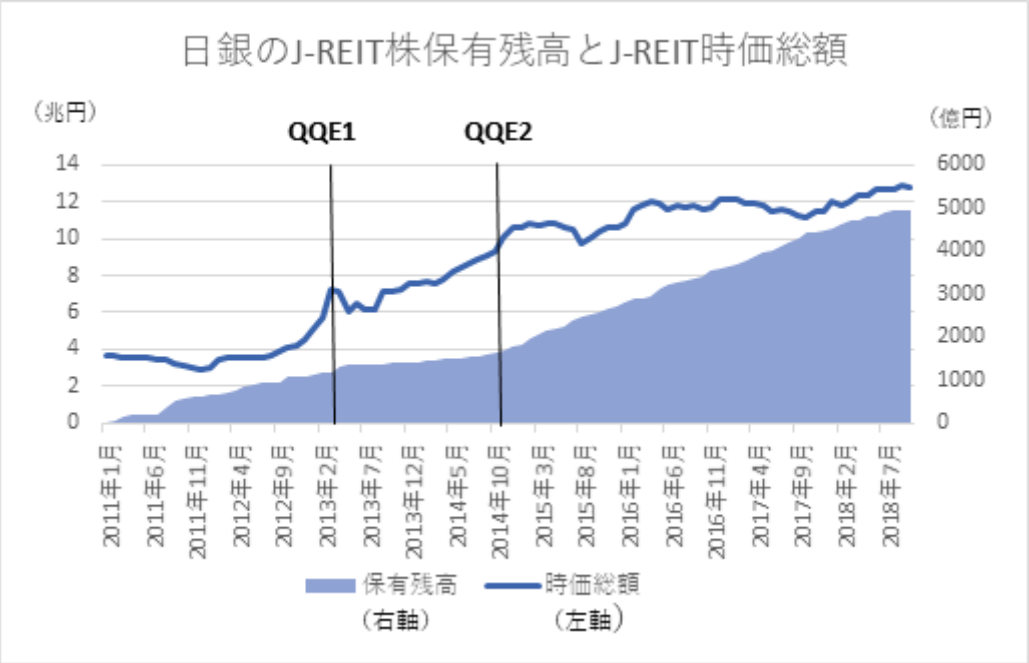
(出所日本銀行「営業毎旬報告」と yahoofinance「TOPIX 連動型上場投資信託」より作成)

第二項：J-REIT 市場への影響

はじめに、「J-REIT 買入れ」策がどのように変化したのか確認する。2013 年 4 月 QQE1 において保有残高年間約 300 億円ペースに相当するペースで増加するように買入れが決定された。また、2014 年 10 月 QQE2 では、保有残高年間約 300 億円から年間約 900 億円に相当するペースへ約 3 倍増加された。さらに、2015 年 12 月、QQE2’では「買入れ限度額の引き上げ」が行われ、『現在、J-REIT については、銘柄別の買入限度額を当該銘柄の発行済投資口の総数の「5%以内」としているが、市場における発行残高との対比でみた日本銀行の保有残高が増加していることから、これを「10%以内」に引き上げる』[17]決定がなされた。買入れ限度額を 5%以内から 10%以内に引き上げた際、このような説明がなされたが、市場における発行残高に占める日本銀行保有残高が大きく、継続的な J-REIT の買入れが困難と判断されたため、今後も引き続き買入を行う意思をアナウンスしたと考えられる。以上が J-REIT 買入れに関する政策の概要である。

[17] 2015 年 12 月 18 日「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置の導入　2.「量的・質的金融緩和」の円滑な遂行のための措置（3）Ｊ－ＲＥＩＴの買入限度額の引き上げより

図表 7（日銀の J-REIT 株保有残高と J-REIT 時価総額）



（日本銀行「営業毎旬報告」、J-REIT.jp「J-REIT 時価総額・上場銘柄数の推移」より作成）

次に、今まで行ってきた「J―REIT 買入れ政策」が市場にどのような影響を及ぼしているのか確認する。2018 年 3 月末時点の不動産投資信託株の時価総額は約 5,142 億円（保有残高は約 4,701 億円）[18]であり、同年 3 月末時点での J-REIT 時価総額は約 11 兆 9500 億円であることから約 4.3%を占めていることになる。さらに、QQE2 以降段階的に日本銀行の買入れは増加し、2018 年 10 月末の日本銀行の J-REIT 株保有残高は約 4,951 億円にものぼっている。また、日本銀行が「5%以上」の大株主となっているのは 19 社ある。[19]そして、投資法人で格付けされている 48 社のうち、日本銀行が買入れ対象としている AA 格相当[20]の法人は 31 社ある。[21]つまり、日本銀行が買入れ対象としている「AA 格相当」に占める「5%以上保有株」の割合は 6 割を超える結果となる。

日本銀行は 2010 年に「包括的な金融緩和政策」の一環で、「日本銀行が民間に代わってリスクをとることで民間主体の取引を促し、市場の機能を活性化させること」を目的に導入された。当初はそのような目的で J-REIT の買入れだったが、QQE1 以降日本銀行買入れ拡大により価格形成に与える影響は大きくなり、むしろ市場の機能を歪めるかたちとなっている。「金融経済状況に対する市場参加者の見方を価格に映し出す「鏡」としての機能（価格発見機能）」[22]と日本銀行が述べているように、価格は本来、市場参加者による活発な取

---

18 日本銀行「第 133 回事業年度（平成 29 年度）決算等について」9.保有有価証券の時価情報

19 EDINET「大量保有報告書」参照

20 AA+、AA、AA-と仮定した。

21 日本格付研究所「ストラクチャード・ファイナンス（投資法人）

22 日本銀行(2009)「金融混乱下のスワップ市場と国債市場の価格発見機能」

引によって価格は需給バランスによって形成される。市場で成長力や収益見込み、信用力によって価格は決まり、それらが低ければ、資金調達コストは上昇し、資金調達の難化や倒産の可能性が生じる。そして、資本は引き揚げられ、信用力や成長力の高い企業に分配される。このように、効率的な資本分配が行われるとされている。しかし、日本銀行の大量の J-REIT 株購入により、市場の機能である「価格発見機能」をゆがめてしまい、市場における資本の効率的配分機能が適切に機能してない。つまり市場の選別機能が弱まり、本来資源配分がされないはずの成長力や収益見込みが低い企業に過剰な資金が流れる可能性が生じるのである。例外措置[23]として行われているリスク資産の買入れが市場に与える影響にも配慮し、出口を見通した買入れ計画を考える必要があるだろう。

第Ⅲ章：現行政策への賛否意見

本章では、日本銀行の現行政策について、異次元緩和政策の根幹的理論であるリフレ理論の是非、政策現行政策の目標設定の是非について述べる。

第一節：リフレ理論の是非

第一項：リフレ政策について

リフレ政策とは、最初に目標とする物価上昇率を設定して、それを達成するために金融緩和を行うことで市場に流通するお金を増やし、緩やかに物価を上昇させる政策である。この政策は、金融政策により通貨供給量が増え、これにほぼ比例して物価の上昇がもたらされるといった貨幣数量説に基づいている。中央銀行が市中銀行などの保有している資産を大量に買い上げ、銀行にお金を供給し、銀行が貸し出すことによって世の中のお金の流通量が増え、物価が上昇する。実質長期金利が低下すれば物価が上昇し、消費が活発化することで企業収益の増加や賃金の上昇、雇用の改善といった効果に繋がるという考えだ。

第二項：リフレ政策の限界

本項では、2014 年に BOE の四季報に公表された論文[24]に基づいてリフレ政策の矛盾点を指摘していく。外生的貨幣供給説とは、銀行の預金が増加すればそれに伴い新たな貸出、預金も増加し、結果的に貨幣供給量(マネーストック)も増えるという考え方のことである。つまり、中央銀行が民間銀行の保有する資産を買い上げることで民間銀行の預金を増

---

[23] 日本銀行法第 43 条に基づき、財務大臣及び金融長官の許可が必要とされている。

[24] 2014 年初めイングランド銀行は『イングランド銀行四季報』において、「現代経済における貨幣創造」(McLeay at al.[2014b]) を掲載した。この論文では「貨幣創造についての誤解」が指摘されている。「貨幣創造についての誤解」において一般的に理解されている貨幣乗数理論を否定した上で、「量的緩和政策についての誤解」として QE は銀行にフリーマネー(自由なお金)を供給しないことから、追加的な準備は新たな貸出及び広義貨幣へと乗数化されないことを明らかにしている。

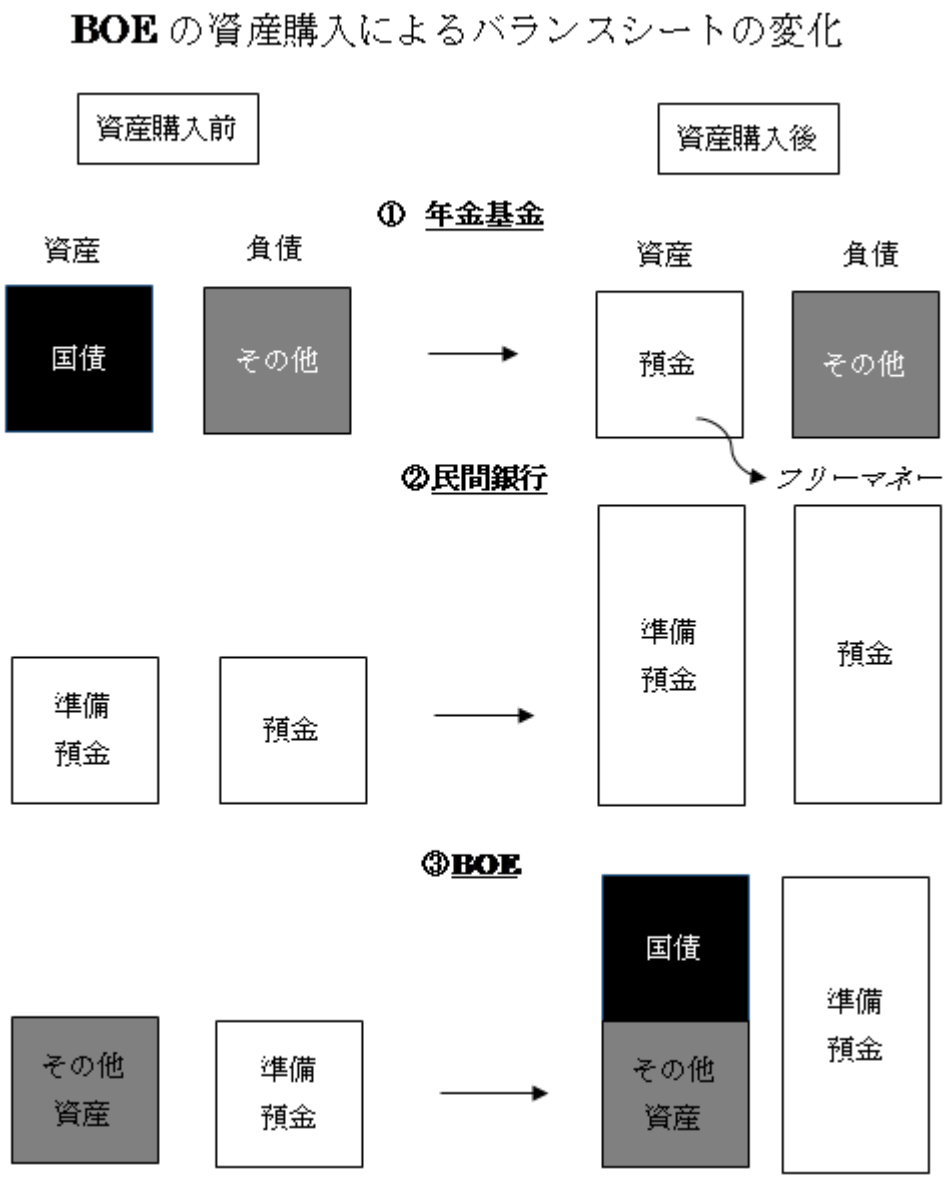
やし、マネタリーベースを拡大すれば、連動してマネーストックも拡大するというものである。

BOE は、まず「貨幣創造についての誤解」として 2 点の誤解を挙げている。1 点目は、銀行が預金を受け入れてこれを貸し出す仲介者として見なされているという点である。一般的に、貨幣創造は、銀行が受け入れた預金(本源的預金)をベースとして貸出を繰り返すことによって本源的預金の何倍もの預金が創造されていく仕組みのことと理解されている。しかし、実際には、銀行は貸出を行うことによって預金を創造している。これを内生的貨幣供給説という。銀行が貸出を行う際、銀行は借り手の銀行口座に預金を設定し、これにより新たな貨幣が創造される。つまり、貨幣創造とは、銀行の貸出によって預金を創造することであり、一般的に理解されているような預金されることから始まる貨幣創造とは逆の順序であると説明している。また、このように銀行の貸出によって創造された貨幣が現代における貨幣の大半を占めているとしている。

2 点目の誤解は、中央銀行が準備預金を増やせば、銀行がそれをもとに貸出を行うことによって、その乗数倍の貨幣が形成されると考えられている点である。これは、貨幣乗数理論と呼ばれているものである。このような貨幣乗数理論によると、中央銀行はマネタリーベースの量を決定することで金融政策を実行しているということになるが、実際には通常時に決定されているのは金利であり、現代経済における貨幣と金融政策との関連を正確に捉えているとは言い難い。また、マネタリーベースは、顧客からの通貨の需要に対する銀行の貸出行為によって決まるとしている。つまり、銀行が貸出を行い、貨幣を創造することでマネーストック量が決定され、結果としてマネタリーベースが拡大する。したがって、マネタリーベースの拡大が、必ずしも銀行の貸出やマネーストックの拡大に繋がるわけではないとしている。

次に「量的緩和政策についての誤解」について述べる。それは、QE によって銀行に与えられる追加的な準備預金がフリーマネーであると見なされている点である。イギリスでは基本的に資産購入を年金基金等から行っている。年金基金は BOE に預金口座を持っていないため、BOE が年金基金から国債を買い上げる際、銀行が仲介者として利用される。この取引によるバランスシートの変化は図のようになる。QE によって年金基金が手にする預金はフリーマネーであるが、その預金は銀行にとっては負債である。また、その負債である預金に対応している資産が BOE からの準備預金であるため、銀行が手にした準備預金はフリーマネーではない。つまり、QE によってマネタリーベースを拡大することが直接的に銀行の貸出を増加させるとは言い難く、リフレ理論とは異なる考えである。

図表 8（BOE の資産購入によるバランスシートの変化）



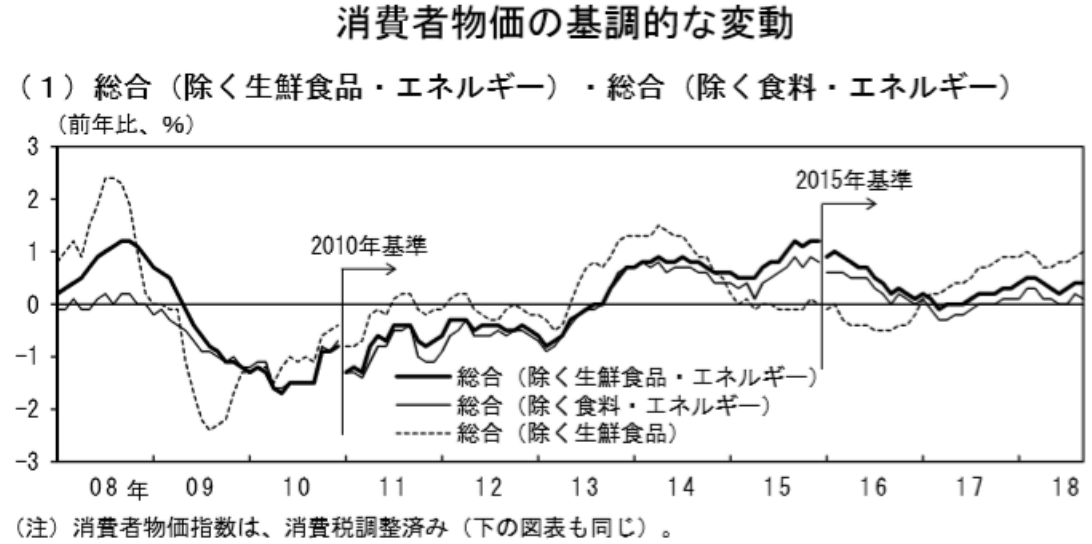
（出所　BOE(2014)『Money creation in the modern economy』p3 より作成）

5　第二節：現行政策の目標設定の是非

需給ギャップ、労働市場や企業収益率、総貸出平残（銀行計）など、足下の指標は好調にも関わらずインフレ率が思うように伸びない状態である。そのような経済状態のもと、日本銀行は 7 月 31 日「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」において「当分の間、

現在のきわめて低い長短金利水準を維持する」と表明された。以前のように、短期間で目標の達成を目指すものから、極めて弱い将来の指針へと変更された。

図表 9　消費者物価の基調的な変動



（出所：日本銀行（2018）「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」より引用）

現在の日本の物価安定の目標としてきた値は 2%であり、第 2 次安倍政権が始まってから現在に至るまで、消費者物価指数前年比上昇率が 2%を越えたのは、2014 年の消費税増税前のときである。しかし、日本銀行がめざしてきたのは、一時的な物価目標の達成ではない。あくまでも、2%程度での「物価の安定」である。

第Ⅳ章：金融政策のあるべき姿

本章では、前節で述べた現行政策への批判と FRB と ECB の正常化に向けた動きを第一節で確認し、第二節で出口政策の提言を可能な限り行っていくこととする。

第一節：諸外国の正常化に向けた動き

本節ではすでに金融緩和政策を終え、正常化へ舵をきった FRB と ECB についてみていく。

第一項：FRB の正常化

アメリカでは 2008 年に大手証券会社リーマンブラザーズの経営破たんをきっかけに景気後退に陥り、大胆な量的緩和に踏み切った。FRB は市場に資金を供給し、10%を超えた失業率を下げるため 2008 年 11 月に QE1 を導入したのち、2010 年に QE2 そして 2012 年に QE3 を導入し 2014 年 10 月に完全に終了した。その後 2015 年 12 月から政策金利を徐々に引き上げていくことを発表し現在では 2%まで引き上げることに成功し、バランスシートの縮小を目指し始めた。

一方出口に向かうことになったアメリカの市場では、バーナンキ前 FRB 議長がテーパリ

ングの開始と利上げ開始を市場に示唆した際、株価が下がるといった混乱を見せたが、これを FRB が出口政策の今後の見通しを市場にコミットし続けたことで落ち着きを取り戻した。

以下の図は政策金利に関するフォワードガイダンスと金利政策、バランスシート政策をまとめたものである。

図表 10　FRB の政策金利

金利政策	
実施時期	内容
2015.12.1	利上げの開始（0.25%ずつ）
2016.1～2016.11	政策金利を 0.25～0.5%据え置き
2016.1～2016.11	政策金利が 0.25%～0.5%の据え置きから 0.5～0.75%へと上昇
2017.1.1	トランプ政権発足
2017.3.1	政策金利を 0.75%～1.00%に変更
2017.6.1	政策金利を 1.00%～1.25%に変更
2017.11.1	パウエル理事を指名
2017.12.1	政策金利を 1.25%～1.50%に引き上げ

図表 11　FRB フォワードガイダンス

フォワードガイダンス	
実施時期	内容
2008.12	「経済情勢が政策金利をしばらくの間、例外的な低水準に維持することを正当化すると予想する」
2009.3	上記「しばらくの間」を「長期にわたる間」に変更

2011.8	上記「しばらくの間」を「2013 年央まで」に変更
2012.1	上記「しばらくの間」を「2014 年終盤まで」に変更
2012.9	上記「しばらくの間」を「2015 年央まで」に変更
2012.12	上記「しばらくの間」を「失業率が 6.5%を上回り、先行き 1～2 年のインフレ予想が 2.5%を上回らず、長期的なインフレ期待が十分抑制されている限り」に変更
2013.12	「例えば、物価上昇率が 2%を下回って推移すると見込まれる場合には、失業率が 6.5%を下回っても十分に長い間、現在の低水準を維持することが適切である」を追加
2014.3	「インフレ見通しが 2%を下回り、インフレ期待が抑制されている場合は、ゼロ金利政策を QE3 終了後もかなりの期間継続する」
2014.10	「経済の進展が予想以上に速いならば、現時点で予想されるよりも早い時期に利上げを行う可能性が高い」を追加
2015.3	利上げについて「忍耐強く」の文言を削除

図表 12　FRB バランスシート政策

バランスシート政策	
実施時期	内容
2008.12~2010.3	大規模な資産買入れ第 1 弾（LSAP1、通称 QE1） 総額 1 兆 7250 億ドルの政府機関債、MBS、長期国債の買入れ
2010.11~2011.6	大規模な資産買入れ第 2 弾（LSAP2、通称 QE2） 6000 億ドルの長期国債の買入れ

2011.10~2012.12	残存期間延長プログラム（MEP） 長期国債を 4000 億ドル買入れ、短期国債を同額売却
2012.9	FOMC 声明「資産の購入を、物価が安定した状況で、労働市場の見通しが十分改善するまで続ける」
2012.9~2014.10	大規模な資産買入れ第 3 弾（LSAP3、通称 QE3） 毎月 850 億ドルの長期国債と MBS の買入れ（2014 年 1 月から買入れ額を段階的に減額、2014 年 10 月に買入れ停止、その後は再投資を継続）

第二項：ECB の正常化

ECB の金融政策の目的は「物価安定の維持」としている。また、ECB の理事会は 1998 年に「価格安定の量的定義（Quantitative definition of price stability）」を採択し、2003 年に「物価安定を追求する上で、中期的に 2%以下だがそれに近いインフレ率を維持することを目指す[25]」と明らかにした。そうした目標のために、2014 年には「マイナス金利」を導入し、翌年には「拡張資産購入プログラム」[26]が導入された。しかし、2016 年には量的緩和を縮小するテーパリングにシフトチェンジし、2018 年 6 月には更にテーパリングを進め、12 月に量的緩和を終了するアナウンスを行った。以下、ECB が出口に向かう経緯を背景と照らし合わせて確認していく。

まず、ECB の非伝統的金融政策の経緯について見ていく。ECB は世界金融危機及び欧州債務危機への対応として、政策金利を段階的に引き下げ、中銀預金金利（ユーロ圏の民間銀行が余剰資金を ECB に預け入れる際の金利）は 2012 年 7 月に 0%に低下した。金融危機の収束にはめどが立ったが、2013 年のユーロ圏経済の低成長・消費者物価の伸び悩みなど、新たな課題に対応するため、伝統的な金利操作の延長線上にあると解釈されている「マイナス金利」と非伝統的・非標準的な「量的緩和」を駆使してきた。

2014 年 6 月、初めて「マイナス金利政策」の導入が決定された。中銀預金金利が 0.0%から▲0.1%へ引き下げられ、その後も表の通り、▲0.4%まで段階的に引き下げられた。また、

[25] The Governing Council clarified in 2003 that in the pursuit of price stability it aims to maintain inflation rates below, but close to, 2% over the medium term.
[26] APP：Expanded asset purchase program me

2015年1月、拡張型資産購入プログラム（APP）[27]が「量的緩和」策としての導入が決定された。その後、2015年3月に公債買入れプログラム（PSPP）、2016年6月に社債買入れプログラム（CSPP）がAPPに組み込まれ、現行のAPPの形となった。APPの開始から買入れ額の拡張及び買入れ期限の延長等「量的緩和」を進めていった。このような状況下で、ユーロ圏において、ECBが目標として掲げていた2%弱のインフレ率は達成されていないものの、雇用情勢など各国の経済状況の改善に伴う物価の上昇が予想されることなどから、緩和縮小の動きが見えたのは2016年12月である。そこで、「量的緩和」の規模は縮小されることとなり月800億ユーロから月600億ユーロに縮小、期間は2017年12月末までに延長されることとなった。さらに、2017年10月には、買い入れ額を300億ユーロに減額、期間は2018年9月末まで延長するとした事実上の緩和縮小が公表された。しかし、これは金融政策の正常化にむけた緩和縮小ではなく、経済の状況に合わせた判断であると強調した。その後、2018年5月の消費者物価上昇率は前年同月比1.9%と、ECBが目標とする2%弱になったことも受け、同年6月金融政策決定にて、「量的緩和」の終了目処を提示した。具体的には、10月以降の買い入れ額を150億ユーロに減額し、12月末をもって「量的緩和」を終了するというものであった。また、同年9月には買い入れ額を150億ユーロに減額するとした方針を維持し、非標準的な「量的緩和」から伝統的な政策への歩みを着実に進めている。

図表 13　ECB金利政策

金利政策	
実施時期	内容
2013.7	政策理事会声明「政策金利は長期にわたり、現状又はそれよりも低い水準に留まると予想する。」
2014.6	中銀預金金利に▲0.1%を適用
2014.9	中銀預金金利を▲0.2%に引き下げ
2015.12	中銀預金金利を▲0.3%に引き下げ

[27] 資産担保証券買入れプログラム（ABSPP）と債権担保付社債買入れプログラム第3弾（CBPP3）を含む

2016.3	中銀預金金利を▲0.4%に引き下げ 政策理事会声明「政策金利は長期にわたり、また、資産買い入れ期間の終了後も現状又はそれよりも低い水準に留まると予想する。」ドラギ総裁「追加利下げが必要とは考えていない。」
2017.6	中銀預金金利を▲0.4%に据え置き 政策理事会声明「政策金利が長期にわたり、また、資産買い入れ期間の終了後もかなりの期間、現状の水準で推移すると予想する。」

図表 14　ECB バランスシート政策

バランスシート政策	
実施時期	内容
2014.9～ 2016.6	ターゲット型長期資金供給オペレーション（TLTRO） 貸出条件付きの固定金利・応札額全額供給方式の長期資金供給
2014.10～	債権担保付社債買入れプログラム第 3 弾（CBPP3）
2014.11～	資産担保証券買入れプログラム（ABSPP）
2015.3～	公債買入れプログラム（PSPP）の導入 資産の買入れ額を月 600 億ユーロに決定 時期は 2016 年 9 月末まで継続
2015.12	資産の買入期限を 2017 年 3 月末まで延長
2016.3～	資産の買入れ額を月 800 億ユーロに増額

2016.6～	社債買入れプログラム（CSPP）の導入 ターゲット型長期資金供給オペレーション第 2 弾（TLTROⅡ） 貸出条件付きの固定金利・応札額全額供給方式の長期資金供給、貸出実績に応じた金利設定
2017.4～	資産の買入れ額を月 600 億ユーロに減額 時期は 2017 年 12 月末まで継続
2018.1～	資産の買入れ額を月 300 億ユーロに減額 時期は 2018 年 9 月末まで継続
2018.6	政策理事会声明「2018 年 9 月末以降、資産購入の月間ペースは 2018 年 12 月末までに 150 億ユーロに減額し、そして年内に終了する」

第二節：出口政策の提言

本節ではどのようなプロセスを経て、「出口に向かうこと」に実現妥当性があるのかを検討する。現在、「フラットなフィリップス曲線」を描いており、失業率は改善しているにもかかわらず物価上昇率が上がらないのが現状である。上がらない原因として、インフレ期待の粘着性、技術進歩、グローバリゼーション、各国の労働市場・地理的条件の違い等が指摘されているが、いずれも究明とまではいっていない。そのような条件のもと、日本銀行は出口に向けて何ができるのであろうか。以下、出口のプロセスの提示と当面試行可能と考えうる政策を軸に考察を進めていく。この節では第Ⅳ章の第一節で見た FRB、ECB の金融緩和からの脱却について現在の動きを見つつ、そこから日本の出口のタイミングと手段について考察していく。

第一項：出口政策のプロセス

まず出口政策とは経済の状況を確認しながら景気刺激策や金融政策を経済の状況を確認しながら正常な状態へと向かうことを一般的にはいう。そこで我々は、①資産買入停止を目指す（ステルステーパリング）②保有資産の残高を一定（法定準備）に維持、③政策金利引き上げ、以上三段階を経て出口へ向かうことが望ましいと考える。経験がない以上 FRB の出口政策を参考にすることが定石のように思う。①の資産買入れ停止のためには、むろん段階的に、買入れを行ってきた際よりも長期間かけて、徐々に減額していく必要がある。①を長期的に行い、国債は②の法定準備をめざして、バランスシートを縮小していく。その後に、③の政策金利引き上げが望ましいと考える。その理由として、①→②を行う過程で③金利引

き上げを行うことは、政策効果を半減しかねない行為である。よって、順をおって段階的に行うことこそ、出口への近道ではないだろうか。

第二項：国債のステルステーパリング

日銀による国債のステルステーパリングについては第Ⅱ章の第二節で述べたが、ここではすでに始まった出口への手段として国債のテーパリングがなぜ適切で実際どのように行われ始めているのかを説明する。

まずなぜ出口に向かう前に国債のテーパリングを行うかだが、これは日銀が国債を大量保有したまま出口に向かい長期金利の利上げを行うと償還を迎えた長期国債の利払いにより財務は悪化が懸念されるからである。さらに新 QQE で国債の買入れ増加額を操作目標から外したのとは違い、ETF や J-REIT といったリスク資産は柔軟に対応するとしつつもそれぞれ年間約 6 兆円、900 億円のペースで買入れを行うと公約しているためこれらを使ったステルステーパリングを行うことが難しい現状がある。実際 ETF や J-REIT がテーパリングを行っているとは断言しかねる数値を推移している。また現在日銀は国債の約 40%を保有しておりその平均残存期間は 2018 年 3 月の段階で 8 年 10 ヵ月[28]となっており、QQE1 を始める前には 4 年未満だったことに比べると、長期国債を多く抱えていることがわかる。しかし日本銀行は 2018 年 8 月に発表した「当面の長期国債等の買入れの運営について 」によると 1 年超 5 年以下、5 年超 10 年以下の長期国債の買入れ回数を先月まで月に 6 回を予定していたが 9 月から 5 回に減らしている。これは 9 月に発表された「当面の長期国債等の買入れの運営について 」でも同じことが言えるため。意識的に買入れ回数を減らしているといえる。さらに 1 回あたりのオファー金額を上げることを発表しているが、これは日銀が国債の買入れ額を合わせるための手段だとも考えられる一方先に確認したように国債保有残高は減少傾向にあることから、長期国債の保有量を減らすための公策だと考えるほうが妥当であろう。またこれにより平均残存期間の縮小も水面下で行われ始めていると思われる。こうすることで利上げの際の日銀の負担を和らげることができる。さらにこの影響でイールドカーブをスティープ化することができ、短期国債をそろえることで償還期限が短くなり償還による国債の減少にもつながる。このように国債のステルステーパリングを行うことで出口に向かう際のコストを減らしながら、正常化までの手段を探すことが大事であると考えられる。

終章

本稿では、リフレ理論に支えられた QQE1 から現行の政策までを整理し、その問題点を検討した上で、非伝統的金融緩和政策からの出口を考察した。

その結果、現行政策へ「反対」の意見となった。主な論拠は、証券市場への影響など金融緩和政策の影響があまりにも大きいこと。さらに、主柱理論である「リフレ理論」が想定す

[28] 財務省（2018)「普通国債残高の残存期間別内」

る経済波及経路は正しくないこと。の 2 点であった。第Ⅱ章では、価格や流動性が人為的に歪められ「資本移転機能」や「価格発見機能」といった証券市場の役割の機能が適切に働いていないという結論に達した。また、リフレ理論に関して、内生的貨幣供給説に基づいて、マネタリーベースの拡大方針を継続することは限定的な効果しか現れないという結論に至った。加えて、2%の物価安定目標を事実上諦めた状態から永続的に金融緩和を行い続けることを公表していることから現行の政策には「反対」の意見を持ったのである。

そうした上で、FRB や ECB といった出口に向かっている中央銀行の事例も整理し、伝統的金融緩和政策に回帰するために講じる策があるのか述べた。バランスシートの縮小を行うために、国債に関しては、FRB の正常化に向けた動きを参考に出口までのプロセスを検討した。リスク性資産の ETF と J-REIT に関しては ECB の資産売却の流れを参考に考察した。その結果、経済状況と照らし合わせて、当面実行可能な政策と実行しかねる政策が生じた。

そこで、本稿では当面実行可能な政策に焦点をあてて、我々の「正常化」の動きとした。当面実行することに関しては、国債のステルステーパリングである。日本銀行が国債を保有し続ける限り、テーパリングを行っても緩和効果が継続するという検証[29]もあることからテーパリング自体実行することに問題ないように考えた。しかし、現在フォワードガイダンスの元にあるため、引き締め策ではなく、緩和継続に立場に立っていることを説明することは必要となる。そして買入れ額を減らした後、平均残存期間を短くすることが、現在考え得る限りで有効な策であるように思う。

今後、出口へ向かう際、出口到着後いずれにせよ、経済理論では説明できない状態に直面することが多々予想される、しかし、その際にも金融政策によって想定されうる効果に加えて、負の影響を重要視し実行を検討することで持続可能な政策を行うことが可能となるのではないだろうか。「金融政策の役割」日銀内外で本稿のような今後の金融政策について議論が活発に行われることを期待すると共に結びにかえる。

[29] 日本銀行（2018）『日本における市場分断・特定期間選好仮説の ＤＳＧＥモデルによる検証 ―ストック効果とフロー効果の定量比較を中心に―』

参考文献

・単行本

岩田規久男(2013)『リフレは正しい　アベノミクスで復活する日本経済』PHP 研究所

翁邦雄(2013)『金融政策のフロンティア　国際的潮流と非伝統的金融政策』日本評論社

加藤出(2014)『日銀、「出口」なし！』朝日新書

釜江廣志(1998)『入門証券市場論』有斐閣ブックス

木内登英（2017)『異次元緩和の真実』日本経済新聞出版社

小幡績(2013)『リフレはヤバい』ディスカヴァー携書

高田創（2017)『異次元緩和脱出　出口戦略のシュミレーション』日本経済新聞出版社

野口悠紀雄（2017)『異次元緩和の終焉　金融緩和政策からの出口はあるのか』日本経済新聞出版社

原田泰（2014）　『日本を救ったリフレ派経済学』日経プレミアム

原田泰　片岡剛士　吉松崇(2017)『アベノミクスは進化する　金融岩石理論を問う』中央経済社

・論文

伊豆久(2016)『揺れる異次元緩和の論理』

木内登英（2017)『国内債券市場の流動性』

小西一雄（2014)『リフレ論の骨格とその帰結―リスクに満ちた実験　The Case against "Abenomics"』

黒崎哲夫　熊野雄介　岡部恒多　長野哲平（2015)『国債市場の流動性：取引データによる検証：日本銀行』

小西一雄（2014)『リフレ論の骨格とその帰結―リスクに満ちた実験　The Case against "Abenomics"』

斉藤美彦(2015)『カーニー体制下のイングランド銀行金融政策』

日本銀行(2018)『国債市場の流動性指標』

・インターネット情報

木村武、中島上智（日本銀行）「（リサーチラボ）伝統的・非伝統的金融政策ショックの識別」〈http://www.boj.or.jp/research/wps_rev/lab/lab16j01.htm/〉2018/10/22

厚生労働省『平成 29 年度賃金構造基本統計調査』<https://www.mhlw.go.jp/toukei/itiran/roudou/chingin/kouzou/z2017/index.html>2018/10/1

財務省『国債金利情報』<https://www.mof.go.jp/jgbs/reference/interest_rate/index.htm>2018.11.22

「戦後昭和史　日経平均株価の推移」
<https://shouwashi.com/transition-stockprices.html>2018/10/24
日本銀行『基調的なインフレ率を捕捉するための指標』
http://www.boj.or.jp/research/research_data/cpi/index.htm/2018/11/25
日本銀行『経済・物価情勢の展望(2015 年 4 月)』
<http://www.boj.or.jp/mopo/outlook/gor1504b.pdf>2018/11/17
日本銀行『経済・物価情勢の展望(2016 年 1 月)』
<http://www.boj.or.jp/mopo/outlook/gor1601b.pdf>2018/11/17
日本銀行『経済・物価情勢の展望(2016 年 10 月)』
<http://www.boj.or.jp/mopo/outlook/gor1610b.pdf>2018/11/17
日本銀行『経済・物価情勢の展望(2017 年 7 月)』
<http://www.boj.or.jp/mopo/outlook/gor1707b.pdf>2018/11/17
日本銀行『経済・物価情勢の展望(2018 年 1 月)』
<http://www.boj.or.jp/mopo/outlook/gor1801b.pdf>2018/11/17
日本銀行『経済・物価情勢の展望(2018 年 4 月)』
<http://www.boj.or.jp/mopo/outlook/gor1704b.pdf>2018/11/17
日本銀行『経済・物価情勢の展望(2018 年 7 月)』
<http://www.boj.or.jp/mopo/outlook/gor1807b.pdf>2018/11/17
日本銀行『経済・物価情勢の展望(2018 年 10 月)』
<http://www.boj.or.jp/mopo/outlook/gor1810b.pdf>2018/11/17
日本銀行『日本銀行について　沿革 1950 年～』
<https://www.boj.or.jp/about/outline/history/his_1950.htm/>2018/10/24
日本銀行『日本における市場分断・特定期間選好仮説の ＤＳＧＥモデルによる検証 ―ストック効果とフロー効果の定量比較を中心に―』
<http://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2018/data/wp18j09.pdf>
2018/11/26
良永晃子『米欧英の非伝統的金融政策と出口の動向』
<http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_11037889_po_0996.pdf?contentNo=1>2018/9/23
Bloomberg『日銀の黒田総裁、物価目標達成には 3%の賃金上昇が必要』
<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2018-06-20/PAN3CV6TTDS201>2018/10/25
BANK OF ENGLAND(2014)『Money creation in the modern economy』
<https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2014/q1/money-creation-in-the-modern-economy>2018/11/1
Bloomberg『日銀の黒田総裁、物価目標達成には 3%の賃金上昇が必要』
<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2018-06-20/PAN3CV6TTDS201>2018/10/25

iFinance-金融情報サイト『テーパリングとは』
<https://www.ifinance.ne.jp/glossary/market/mar287.html>2018/11/20

5